

Министерство общего и среднего профессионального образования
Российской Федерации

Уральский государственный профессионально-педагогический
университет

Силкина Н. В., Силкин С. В., Пачикова Л. П.

Современный российский рынок ценных бумаг

КУРС ЛЕКЦИЙ

*Рекомендовано учебно-методическим объединением
Уральского государственного профессионально-педагогического
университета в качестве учебного пособия*

**«Сибирский хронограф»
Новосибирск
1999**

ББК 65.052

С 36

Рецензенты:

Синенко В. Я., д. п. н., профессор

Золотаренко С. Г., д. э. н., профессор

Художник:

Силкин П. С.

Силкин С. В., Силкина Н. В., Пачикова Л. П.

Современный российский рынок ценных бумаг: Курс лекций.—
Новосибирск: «Сибирский хронограф», 1999.

ISBN 5-87550-088-3

С 36

Учебное пособие подготовлено в соответствии с образовательным стандартом по учебной дисциплине «Рынок ценных бумаг, фондовая биржа» и содержит широкий перечень тем, освещающих вопросы истории становления и современного состояния фондового рынка России, понятия и виды ценных бумаг, особенности функционирования рынка ценных бумаг и механизмов его регулирования.

Пособие рассчитано на слушателей институтов переподготовки и повышения квалификации кадров, студентов учебных заведений экономического профиля, специалистов органов государственного управления.

ISBN 5-87550-088-3

© Авторский коллектив, 1999

ВВЕДЕНИЕ

Переход России к экономике рыночного типа потребовал глубоких институциональных преобразований, в том числе организации рынков в сфере важнейших ресурсов. Важнейшим из их числа для становления и развития рыночной экономики является рынок ценных бумаг, поскольку, в силу присущей ему специфики, помимо функционального назначения он имеет большое социально-политическое значение, в широком смысле являясь идеологическим выражением рыночной экономики.

Переход к рыночной экономике означает становление и развитие рыночных механизмов регулирования экономики, важнейшим из которых является обращение (рынок) ценных бумаг. Переживаемое российским обществом время кризиса и нестабильности особенно подчеркивает важность, с одной стороны, систематизированных макроэкономических представлений, с другой стороны, конкретных экономических знаний повседневного характера в правильном понимании и практическом применении возможностей фондового рынка, в повышении общей эффективности экономики и в решении ряда важных проблем социального характера. Необходимо полное осознание того факта, что в экономике рыночного типа именно фондовые рынки и ценные бумаги являются основным источником финансирования производственной сферы и государственных нужд. Посредством механизма эмитирования, размещения, оборота ценных бумаг на вторичных рынках формируются необходимые инвестиционные источники модернизации всех сфер экономики, в которых так остро нуждается сейчас Россия. Международный опыт показывает, что с помощью реально действующего рынка ценных бумаг происходит мобилизация и перераспределение финансовых ресурсов между отраслями, концентрация их на наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса.

Такие ценные бумаги, как акции, по своей юридической сути являются правом на владение частью капитала, т. е. выражают право собственности. Смена форм собственности и есть идеологическое содержание проходящих в России преобразований; ясное понимание этих взаимосвязей должно определять логику и последовательность действий органов власти в проведении экономических реформ. Многие учебные пособия недостаточно раскрывают этот вопрос в изложении курса, уделяя основное внимание перечислению участников фондового рынка и сложившейся в мировой практике классификации ценных бумаг. При

таким подходе складывается представление о рынке ценных бумаг как о чем-то второстепенном в отличие от сектора реальной экономики, как о месте спекулятивных сделок вне связи с процессом производства.

Мировой опыт в функционировании фондовых рынков должен учитываться при формировании рыночной инфраструктуры в России, но он не должен быть использован механически, каждая страна имеет свои национальные особенности, которые неразумно слепо копировать. Отсюда так важно каждому преподавателю при построении учебного процесса видеть различие между общей теорией и конкретной практикой, между целями, определяющими их содержание, и способами достижения этих целей, формировать в сознании обучающихся системное представление о функциональных взаимосвязях рынков различных ресурсов в рыночной экономике, т. е. адаптировать экономическую теорию инвестиционного процесса в рыночной экономике к социально-экономическим особенностям российского общества на всех этапах его исторического развития. Однако почти во всех появившихся за последнее время публикациях (монографиях, учебниках, справочниках), посвященных рынку ценных бумаг, эти вопросы затронуты слабо. Предлагаемое учебное пособие направлено на восполнение этого пробела.

Преподаватель должен стремиться изложить целостную концепцию изучаемого предмета во взаимосвязи с сопряженными отраслями знаний, только в таком случае он действительно выступает носителем конкретных знаний. Такой подход позволяет выработать собственный стереотип профессионального экономического мышления как сознательно приобретенную индивидуальную технологию анализа и синтеза явлений, фактов и событий экономической жизни.

В целях более экономного изложения содержания и его лучшего восприятия в тексте пособия применяются следующие сокращения: ЦБ — ценные бумаги; РЦБ — рынок ценных бумаг; АО — акционерное общество.

Раздел I

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 1. ПОНЯТИЕ О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

1. История появления ценных бумаг.
2. Понятие рынка ценных бумаг в экономической теории.
3. Рынок ценных бумаг в системе рыночной экономики.
4. Структура инвестиционного процесса.
5. Функции рынка ценных бумаг.
6. Структура рынка ценных бумаг.
7. Участники рынка ценных бумаг.

1. ИСТОРИЯ ПОЯВЛЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

ЦБ являются одним из великих изобретений человеческой мысли, упоминание о них относится к древнейшим временам. Появление ЦБ, так же как и денег, было связано с развитием торговли, где по существу они выступали финансовым инструментом, облегчающим обмен товарами и решение других экономических задач.

Деньги с самого своего возникновения как платежное средство имели существенный недостаток: купцами (самой деятельной и предприимчивой частью экономически активного населения) они были признаны крайне неудобными при поездках на длительные расстояния. Мешки с золотом и серебром всегда привлекали внимание других предприимчивых людей на сухопутных и морских дорогах. Хорошо было бы иметь деньги, которыми не мог бы воспользоваться никто, кроме их законного владельца. Видимо, это являлось одной из важнейших экономических проблем, потому что такие «персональные деньги» были изобретены очень давно. Ими стали специальные документы — векселя и чеки, древнейшие формы безналичных денег.

Вексель представляет собой безусловное обязательство одного лица другому уплатить фиксированную сумму денег в определенный момент времени. В отличие от долговой расписки, закон разрешает держателю векселя, не дожидаясь наступления срока оплаты, использовать его как средство платежа третьему лицу, то есть как своеобразные деньги. История возникновения векселя уходит в далекое прошлое. Известно, что элементы вексельного обращения появились еще в эпоху средневеково-

го феодализма (XII–XIV вв.). Древнейшие известные векселя были написаны на итальянском языке, Италия — центр хозяйственной и финансовой деятельности в средние века — считается родиной векселя. Постепенно роль векселя расширялась, и он превратился в средство расчета за поставленный товар, когда деньги передавались позже поставки товара. Внедрение ЦБ — векселей и чеков в коммерческую практику Европы произошло в XIV–XVI вв.

Развитие вексельных отношений происходило в рамках экономического развития различных государств, что вело к различиям в вексельных обычаях разных стран, и это значительно затрудняло использование векселей в международных расчетах. В 1847 г. прусским правительством была предпринята успешная попытка создания общегерманского Вексельного устава, который был принят в 1848 г. Именно этот устав был взят за основу вексельных законодательств Швеции, Финляндии, Сербии, Бельгии, Норвегии, Италии. Таким образом, во второй половине XIX в. появились предпосылки для создания единого вексельного устава. Однако лишь в 1930 г. в Женеве была принята конвенция — Единообразный вексельный закон, — унифицировавшая основные нормы международного вексельного права, которые действуют и по сей день.

Женевская конвенция обязала каждую из стран-участниц строго придерживаться единообразного вексельного закона и принять его за основу местного вексельного законодательства. К Женевской конвенции присоединилось большинство стран мира; СССР, в частности, присоединился к ней в 1937 г.

**В Европе в XVI в. купцы в поездках
вместо денег использовали
вексель**



Следует отметить, что в Англии, Австралии, Израиле, Канаде, Кипре, США, Филиппинах, ЮАР и некоторых других странах вексельное законодательство основано на английском законе о переводных векселях (1882 г.), отличном от Единообразного вексельного закона.

Вексель заменил наличные деньги и трансформировался в чек — еще один вид безналичных денежных средств.

Другой ЦБ, известной по крайней мере со времени позднего средневековья, стали акции. Тогда в результате великих географических открытий деятельность по освоению заморских источников сырья и товаров приобрела такой широкий размах, став, по сути, вектором развития западноевропейской цивилизации, что потребовала новых форм привлечения и организации капитала.

Решением экономической стороны этой проблемы стало возникновение акционерных обществ, прежде всего английских и голландских компаний по торговле с Ост-Индией, компании Гудзонова залива. Они стали первыми акционерными компаниями, осуществившими крупные выпуски ЦБ — акций для привлечения финансовых средств. Акционерные общества стали эффективной формой организации предпринимательской деятельности, сыгравшей огромную роль в экономической истории цивилизации. Они расширили экономические возможности и позволили осуществить многие крупнейшие проекты, предопределившие ход исторического развития целых народов и государств.

Акционерное общество — хозяйственная организация, членами которой могут быть неограниченное число владельцев денежных средств, каждый из которых может свободно продавать свои права на часть имущества и доходов АО, а также на участие в управлении им, отвечая при этом по обязательствам общества только в пределах суммы, которую он вложил в дело, когда покупал акции.

Таким образом, акция выражает собой право на владение частью собственности акционерной компании.

Акция являлась юридическим документом — ЦБ, удостоверяющей право ее владельца на долю в имуществе компании, выпустившей и продавшей эту ценную бумагу, и, соответственно, на часть доходов от этого имущества. Это право можно было продать, то есть эта ЦБ являлась товаром, обращающимся на своем рынке — рынке ЦБ.

2. ПОНЯТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

Обращаясь к экономической теории, трудно дать однозначное и исчерпывающее объяснение понятия «рынок». Вообще, главной чертой любого рынка является то, что он основывается на стихийном порядке.

Это делает рыночную систему саморегулируемой и динамичной, что и отмечается многими учеными-экономистами при определении этого понятия.

Один из авторов современной политэкономии Раймонд Барр дает следующее определение рыночной системе: это «тип децентрализованной экономики, в ней планы и действия независимых единиц координируются через посредство рынка и денег: эти планы и действия связываются между собой сетями обмена»¹.

Кэмпбелл Р. Маконелл дает следующее определение рынку: «институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг»².

Признанный корифей маркетинга Ф. Котлер определил рынок предельно коротко как «сферу потенциальных обменов»³.

В длительной экономической эволюции цивилизации создание рынков стало следствием разрешения извечной экономической дилеммы: ограниченность ресурсов и неограниченные потребности человека в разнообразных благах. Как писал 230 лет назад А. Смит (Исследование о природе и причинах богатства народов, 1776 г.), рыночный механизм является следствием естественной редкости экономических ресурсов, ограниченности производительных возможностей человека относительно их безграничных потребностей.

Важно добавить, что исторической предпосылкой возникновения рынка стало уничтожение форм личной зависимости и обретения людьми экономической свободы, ибо только в этом случае «экономический человек», по А. Смиту, имеет возможность реализовать свой частный интерес.

Понятие рынка ЦБ не отличается от определения рынка любого другого товара. В общем виде рынок ЦБ можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ЦБ.

¹ Политическая экономия. М., 1995. Т. 1. Гл. 2. С. 321.

² К. Р. Маконелл, С. Л. Брю. Экономикс. М.: Республика, 1992. С. 61.

³ Управление маркетингом. М.: Экономика, 1980. С. 18.

Этот рынок имеет и определенные отличия вследствие специфики товара, обращаемого на рынке ЦБ:

— номенклатура РЦБ соответствует не рынку какого-то отдельного товара, а товарному рынку в целом;

— если товары производятся на заводах и фабриках, то ЦБ выпускаются в обращение;

— товар продается один или несколько раз, а ЦБ может продаваться/покупаться неограниченное число раз; кроме того, чтобы ЦБ дошла до потребителя, нужна особая организация (инфраструктура) товародвижения.

Классификация видов РЦБ аналогична классификации самих видов ЦБ и определяется ее практической значимостью:

- международные и национальные РЦБ;
- национальные и региональные РЦБ;
- рынки конкретных видов ЦБ (акций, облигаций и т. д.);
- рынки государственных и корпоративных ЦБ;
- рынки первичных и производных ЦБ.

3. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В СИСТЕМЕ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

РЦБ представляет собой сложную организационно-экономическую структуру, занимающую определенное место в общей системе рынков. Так, почти каждому из товарных рынков соответствуют определенные ЦБ.

Например, рынку инвестиционных ресурсов соответствуют такие ЦБ, как акции, облигации, депозитные сертификаты, финансовые векселя; рынку товаров и услуг — опционы и коммерческие векселя; земельному рынку — закладные листы, акции, облигации под обеспечение земельных ресурсов. Соотношение РЦБ и других видов рынка представлено на рис. 1.

На схеме можно заметить, что есть рынки, куда вкладывается капитал, — т. н. первичные рынки, и рынки, на которых происходит накопление. Рынки капиталов, или финансовые рынки, — это рынки посредников между первичными владельцами денежных средств и их конечными пользователями, где происходит движение денежных ресурсов.

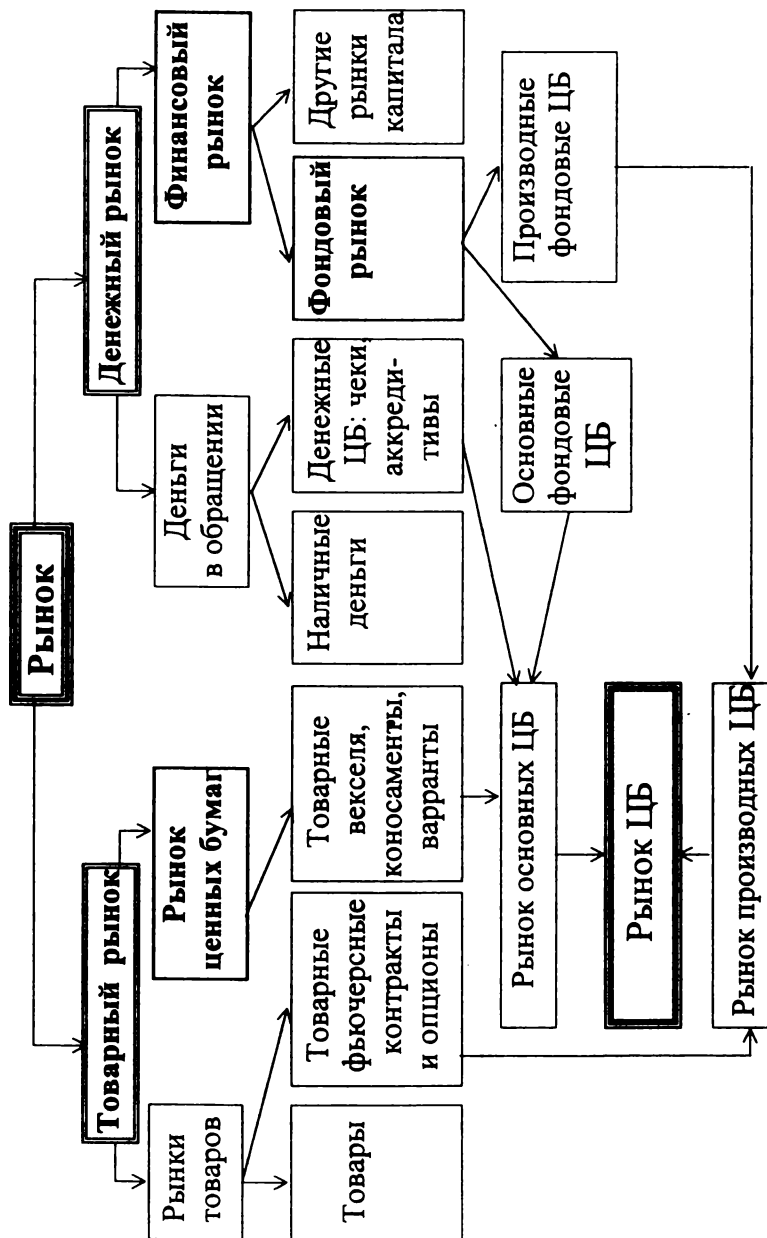


Рис. 1. Рынок ценных бумаг в системе рынков.

В принятой в отечественной и международной практике терминологии:

Финансовый рынок = денежный рынок + рынок капиталов

На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до 1 года) накоплений, на рынке капиталов — средне- и долгосрочных накоплений.

Финансовый рынок складывается из трех относительно самостоятельных сегментов: 1) обращающихся наличных денег и других краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т. п.); 2) ссудного капитала в виде краткосрочных и долгосрочных кредитов (предоставляемых заемщикам финансово-кредитными учреждениями); 3) ЦБ различного вида и назначений.

Рынки ЦБ являются сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые также включают движение прямых банковских кредитов, перераспределение денежных ресурсов, страховую сферу и т. д.

Есть мнение, что понятия фондового рынка и рынка ЦБ совпадают⁴. Другие авторы отмечают, что в той части, в какой РЦБ основывается на деньгах как капитале, он называется фондовым рынком и в этом качестве есть составная часть финансового рынка. Фондовый рынок образует большую часть рынка ЦБ. Оставшаяся часть РЦБ в силу своих сравнительно небольших размеров не получила специального названия, и поэтому часто понятия рынка ЦБ и фондового рынка считаются синонимами. Они предлагают называть вторую часть РЦБ рынком прочих ЦБ⁵.

Рынки капитала обеспечивают ликвидность долгосрочных инвестиций и разрешение конфликта интересов инвесторов и компаний (акционерных обществ) по следующим вопросам:

- объем инвестируемых средств (компании заинтересованы в получении больших сумм, в то время как индивидуальные инвесторы предпочитают вкладывать небольшие суммы);
- продолжительность инвестиций (компании нуждаются в капитале на максимально длительные сроки, инвесторы ищут такие способы сбережения капитала, которые обеспечивали бы хорошую ликвидность и давали бы возможность в любой момент перераспределить вложения или потратить их на потребительские нужды);
- стоимость привлекаемого капитала — доходность (компании стремятся снизить стоимость привлекаемого капитала, в то время как инве-

⁴ Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг. С. 100.

⁵ Рынок ценных бумаг /Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 94.

торы пытаются получить самые высокие проценты на свои капиталовложения).

4. СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА

Чтобы представлять место и значение РЦБ в экономике, нужно предварительно рассмотреть понятие «инвестиции». Это одна из основных категорий любой экономической системы. В самом широком смысле инвестиции означают экономические процессы, обеспечивающие финансирование развития экономики страны (в частности, в плановой социалистической экономике они выражались термином «капиталовложения»).

В строгом (категориальном) понимании *инвестиции* — это способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание его стоимости.

В целом инвестиционный процесс — это механизм взаимодействия тех, кто предлагает деньги (имеет временно свободные средства), и тех, кто предъявляет спрос на них. Обычно (но не всегда) это взаимодействие осуществляется на финансовом рынке с помощью финансовых институтов.

Финансовый рынок — это механизм самостоятельного перемещения денег независимо от движения товаров и услуг. Собственники денежных средств выступают здесь в качестве продавцов (поставщиков капитала), а нуждающиеся в денежных средствах — в качестве покупателей (потребителей капитала).

Финансовые институты — это такие организации, которые опосредуют движение денег от собственника к заемщику (банки и другие финансово-кредитные организации).

Свободные денежные средства не приносят дохода, и их ценность может уменьшаться вследствие инфляции. Если эти денежные средства поместить на сберегательный счет в банке, то они становятся инвестицией, так как счет гарантирует определенный доход. Во многих случаях такой способ размещения денежных средств отвечает интересам вкладчика: риск невозврата денег перекладывается на банк; банковские вклады являются высоколиквидными и доступными для самых мелких вкладчиков.

В экономической теории главным преимуществом коммерческих банков считается их высокая надежность (в стабильной экономической ситуации). Банковская система является основой финансовой системы страны, и государство заинтересовано в стабильности и надежности

банков. Коммерческие банки находятся под постоянным контролем со стороны центральных (государственных) банков. Еще одним достоинством вкладов в коммерческие банки является то, что вкладчик знает заранее, на получение какого дохода он может рассчитывать по окончании срока действия договора банковского вклада.

Однако обратной стороной медали является относительно низкая доходность банковских вкладов, что связано с рядом обстоятельств.

♦ В большинстве развитых стран центральные (государственные) банки требуют у коммерческих банков обязательного резервирования средств с целью страхования банковских рисков. Тем самым значительная часть привлеченных средств оказывается замороженной в специальных резервных фондах и практически не работает на клиента. В России в настоящее время норма резервирования по рублевым вкладам, установленная Центральным банком РФ, составляет около 20%.

♦ Серьезной проблемой коммерческих банков являются высокие накладные расходы. Для сохранения своей ниши на финансовом рынке и увеличения источников дохода банки вынуждены содержать и развивать обширную филиальную сеть. Кроме того, банковский бизнес по определению всегда был высокочрезвычайно затратным, что также заметно снижает доходность банковских операций.

♦ Вкладывая свои деньги в банк, клиент не знает, куда они расходуются и за счет чего прирастают. Руководство банка не обязано ставить клиентов в известность о направлениях инвестирования средств и основных источниках доходов банка. Периодически публикуемая финансовая отчетность банка подобной информации не содержит.

♦ Банк является посредником и выплачивает вкладчикам более низкий процент по сравнению с тем, который берет со своих заемщиков, поэтому вполне естественным является стремление вкладчиков вступить в отношения купли-продажи непосредственно с самими заемщиками капитала.

Во многих случаях заемщикам также выгоднее вступить в отношения непосредственно с вкладчиками, поскольку получение банковского кредита часто сопряжено с большими трудностями: обоснованием экономической эффективности использования кредитных ресурсов и экономическим обеспечением суммы запрашиваемого кредита, предоставлением в случае необеспеченности возврата кредита собственными средствами страхового полиса на страхование риска, гарантийного поручительства банка-гаранта, залогового обязательства. Кроме того, банки могут и не располагать возможностями для предоставления дол-

госрочных кредитов. Это заставляет потребителей капитала находить иные возможности для привлечения денежных средств.

Современный финансовый рынок располагает разнообразными формами помещения капитала — так называемыми инвестиционными инструментами. Инвестиционные инструменты вложения денег, представляющие собой долговые обязательства или право участия в доходе компании, право покупки или продажи доли участия в компании, называются *фондовыми ценностями* или *ценными бумагами*. Главные виды фондовых ценностей — это облигации, акции, векселя и опционы. Та часть финансового рынка, которая оперирует ценными бумагами как фондовыми ценностями, получила название *фондового рынка*. Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг.

Главные участники инвестиционного процесса — государство, компании (акционерные общества) и частные лица.

Государство. Каждому уровню исполнительной власти (федеральной, региональной или муниципальной) требуются денежные средства на финансирование своей деятельности. Например, правительство может израсходовать денег больше, чем оно получило в виде налогов. Или, например, мэрии нужны деньги на текущие расходы в то время, когда собранные налоги еще не поступили. Обычно органы власти привлекают денежные средства в долг путем выпуска разного рода долговых обязательств — облигаций. Гораздо реже органы исполнительной власти выступают на стороне предложения денег.

Финансовая деятельность органов исполнительной власти и на стороне спроса, и на стороне предложения оказывает сильное влияние на ситуацию на финансовом рынке. Но в целом государство — это чистый потребитель денежных средств, т. е. оно использует средств больше, чем дает.

Компании. Многие компании нуждаются в привлечении денежных средств для организации или продолжения своей деятельности. Это могут быть и долгосрочные потребности для реализации длительных проектов, и краткосрочные — для обеспечения товарных запасов, покрытия дебиторской задолженности и других текущих расходов. Для финансирования этих потребностей компании привлекают денежные средства продаж разнообразных долговых обязательств и акций. На деле крупные компании осуществляют сложные стратегии управления наличными средствами, являясь одновременно и продавцами, и покупателями различных долговых обязательств и акций.

Частные лица. Частные лица преследуют интересы обеспечить сохранение или прирост своих денежных средств и участвуют в инвести-

ционном процессе в качестве инвесторов, размещая деньги на сберегательных счетах, покупая облигации, акции. Выбор способов размещения своих средств для частного инвестора является непростой задачей и во многом зависит от состояния финансового рынка, который в свою очередь существенно зависит от эффективности государственных органов по его регулированию. В развитых странах размещением средств частных инвесторов (т. н. управлением портфелем инвестиций) все больше занимаются профессионалы-посредники.

На рис. 2 приведена схема, отражающая инвестиционный процесс. Как видно из схемы, денежные ресурсы от владельцев к их потребителям (от заемщика к кредитору) могут передаваться через финансовые институты, через финансовый рынок либо напрямую. Финансовые институты могут участвовать в работе финансовых рынков как на стороне спроса, так и на стороне предложения. Краткосрочный сектор финансового рынка называется *денежным рынком*, долгосрочный — *рынком капиталов*, на нем преобладают фондовые биржи.

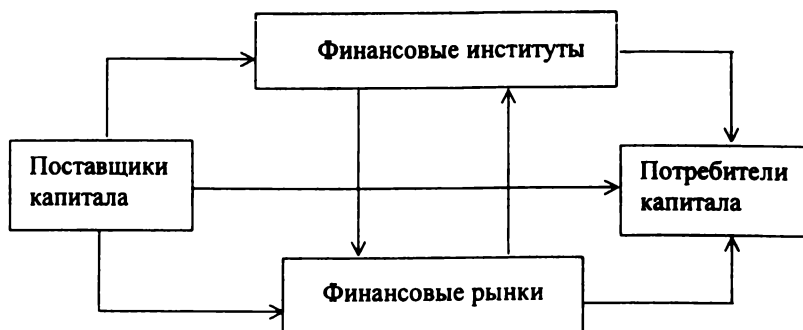


Рис. 2. Схема инвестиционного процесса

В плановой экономике основную функцию перераспределения финансов нес бюджет государства. Он брал на себя финансирование большей части долгосрочных потребностей хозяйства. При этом затраты хозяйства текущего характера обслуживались банковским кредитом, который в директивной экономике превращался в подобие бюджетного финансирования. Ссуды предоставлялись по централизованному кредитному плану в пределах выделенных лимитов. Банк не мог вернуть ссуду неплатежеспособного заемщика-госпредприятия, поскольку это

ставило под угрозу выполнение плана, но и не нес коммерческой ответственности.

Институциональные инвесторы (страховые организации, фонд социального страхования) были госорганизациями, и их ресурсы использовались для покрытия бюджетных расходов. Обращение ЦБ ограничивалось распространением облигаций госзаймов среди населения.

В рыночной экономике создается новый механизм перераспределения денежных накоплений и межотраслевого перелива капиталов — посредством РЦБ.

В рыночной экономике частные инвесторы являются основными поставщиками денежных средств и их роль в финансировании экономического роста и развития очень значима. Поэтому проблема инвестиций для России — это в значительной степени проблема создания и развития инфраструктуры обслуживания частных инвесторов.

Свободные денежные средства или сбережения могут быть использованы для инвестирования во многие сферы: в хозяйственную деятельность, недвижимость, антиквариат; вложены на банковский депозит, в иностранную валюту, в пенсионные и страховые фонды, ЦБ различных видов.

Движение средств между перечисленными рынками вложений капитала происходит в зависимости от многих факторов, основными из которых являются:

- уровень доходности рынка;
- условия налогообложения рынка;
- риск потери капитала или недополучения ожидаемого дохода;
- организация рынка и удобства для инвестора, уровень информированности рынка и т. п.

5. ФУНКЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Выделяют общерыночные функции и специфические функции, которые отличают РЦБ от других рынков.

Общерыночные:

- коммерческая функция (функция получения прибыли от операций на данном рынке);
- ценовая функция (рынок обеспечивает процесс складывания рыночных цен, их постоянное движение и т. д.);

- информационная функция (рынок производит и доводит до своих участников рыночную информацию об объектах торговли и ее участниках);
- регулирующая функция (рынок создает правила торговли и участия в ней, порядок разрешения споров между участниками, устанавливает приоритеты, органы контроля или даже управления и т. д.).



Специфические функции:

- перераспределительная функция (перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности; перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму; финансирование дефицита государственного бюджета на инфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств);
- функция страхования ценовых и финансовых рисков (хеджирование).

6. СТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В основу структурирования РЦБ положен не вид ЦБ, а способ торговли на данном рынке. С этих позиций в РЦБ необходимо выделять рынки:

- первичный и вторичный;
- организованный и неорганизованный;
- биржевой и внебиржевой;
- традиционный и компьютеризированный;
- кассовый и срочный.

Первичный рынок — это приобретение ЦБ их первыми владельцами, первое появление ЦБ на рынке в соответствии с определенными правилами и требованиями.

Вторичный рынок — это обращение ранее выпущенных ЦБ, представляющее собой всю совокупность актов купли-продажи или других форм перехода ЦБ от одного ее владельца к другому в течение всего срока ее существования.

Организованный рынок ЦБ — это их обращение на основе определенных правил между лицензированными профессиональными посредниками — участниками рынка по поручению других участников рынка.

Неорганизованный рынок — это обращение ЦБ без соблюдения единых для всех участников рынка правил.

Биржевой рынок — это торговля ЦБ на фондовых биржах.

Внебиржевой рынок — это торговля ЦБ, минуя фондовую биржу. Внебиржевой рынок может быть организованным и неорганизованным. Организованный внебиржевой рынок основывается на компьютерных системах связи, торговли и обслуживания по ЦБ.

Компьютеризированный рынок ЦБ — ведение торговли через компьютерные сети, объединяющие соответствующих фондовых посредников в единый компьютеризированный рынок, характерными чертами которого являются: 1) отсутствие прямого контакта между продавцами и покупателями; 2) полная автоматизация процесса торговли и его обслуживания.

Кассовый рынок («кэш» или «спот»-рынок) — это рынок с немедленным исполнением сделок в течение 1–2 рабочих дней.

Срочный рынок — рынок ЦБ, на котором заключаются разнообразные по виду сделки со сроком исполнения, превышающим два рабочих дня, чаще всего со сроком исполнения три месяца.

7. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Участники РЦБ — это физические лица или организации, которые продают или покупают ЦБ или обслуживают их оборот и расчеты по ним, вступая между собой в определенные экономические отношения по поводу обращения ЦБ. Поскольку РЦБ есть составная часть рынка вообще, то состав его участников может быть классифицирован в зависимости от той позиции, какую занимает участник на рынке по отношению к рынку, т. е. является он покупателем, продавцом или только обслуживает рыночные процессы.

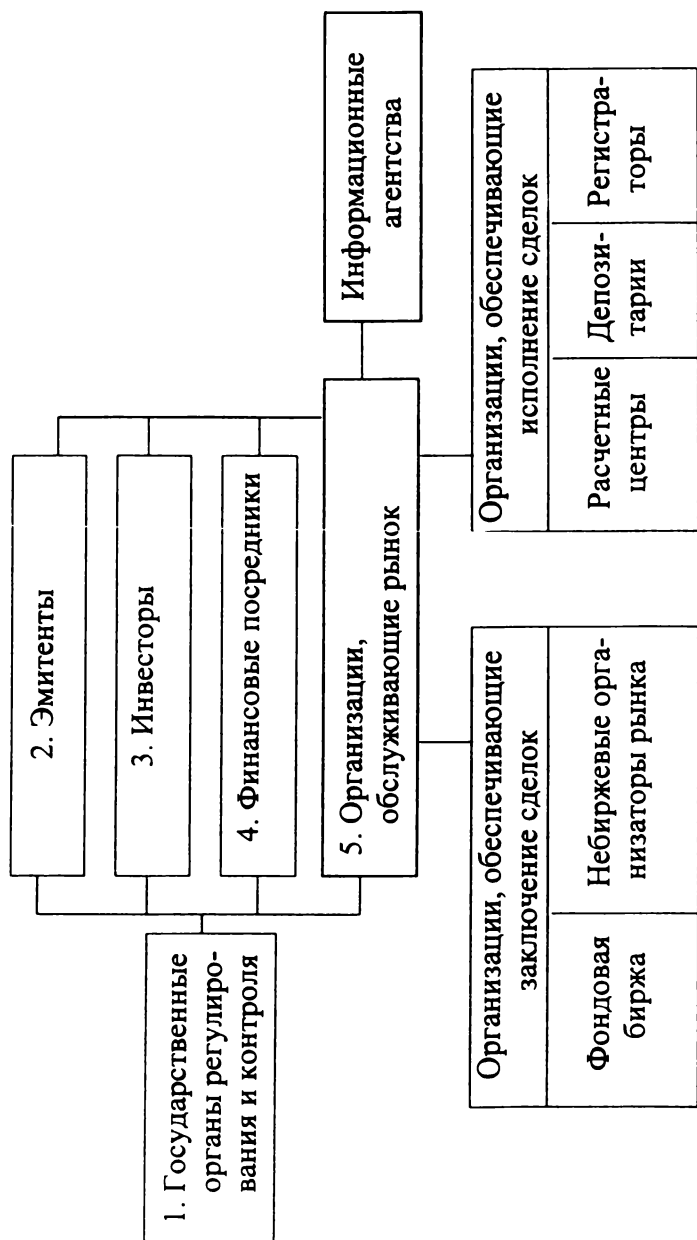


Рис. 3. Участники рынка ценных бумаг.

В зависимости от функционального назначения все участники РЦБ подразделяются на следующие группы (см. рис. 3).

- эмитенты;
- инвесторы;
- фондовые посредники;
- организации, обслуживающие РЦБ;
- государственные органы регулирования и контроля.

Эмитенты. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что *«эмитент — юридическое лицо или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими»* (ст. 2).

На РЦБ эмитент всегда занимает позицию только продавца. Он представляет на фондовый рынок товар — ЦБ, качество которой определяется статусом эмитента, хозяйственно-финансовыми результатами его деятельности.

Первенство среди российских эмитентов прочно удерживает государство. Теоретически государственные ЦБ имеют нулевой риск. Возможен крах банка, банкротство АО, но государство будет нести свои обязательства всегда, поскольку с ним ничего подобного произойти не может. По теории инвестиционного анализа ЦБ, имеющие нулевое или близкое к нему значение риска, могут продаваться с минимальным доходом. Государственные ЦБ, эмитируемые правительством России, обладают и достаточно высокой доходностью, и почти абсолютной ликвидностью. Состав эмитентов схематично представлен на рис. 4.

Статус местных органов власти на фондовом рынке намного ниже. Местная администрация в обеспечение ЦБ может предложить лишь муниципальную собственность, ликвидность которой ограничена.

АО, относящиеся к производственному сектору, качественно различаются как эмитенты ЦБ. Многие АО, созданные при приватизации, характеризуются низкой доходностью, информационной закрытостью, неопределенностью экономических перспектив. Таким эмитентам необходима техническая доступность реестра, существенные колебания курсовой стоимости их ЦБ. Другая часть — вновь созданные АО — никогда и не предполагали заниматься реальным инвестированием, в результате чего деньги многих инвесторов ушли с отечественного фондового рынка вместе с исчезнувшими эмитентами.

Частные предприятия как эмитенты могут выпускать только долговые ЦБ — облигации и векселя.

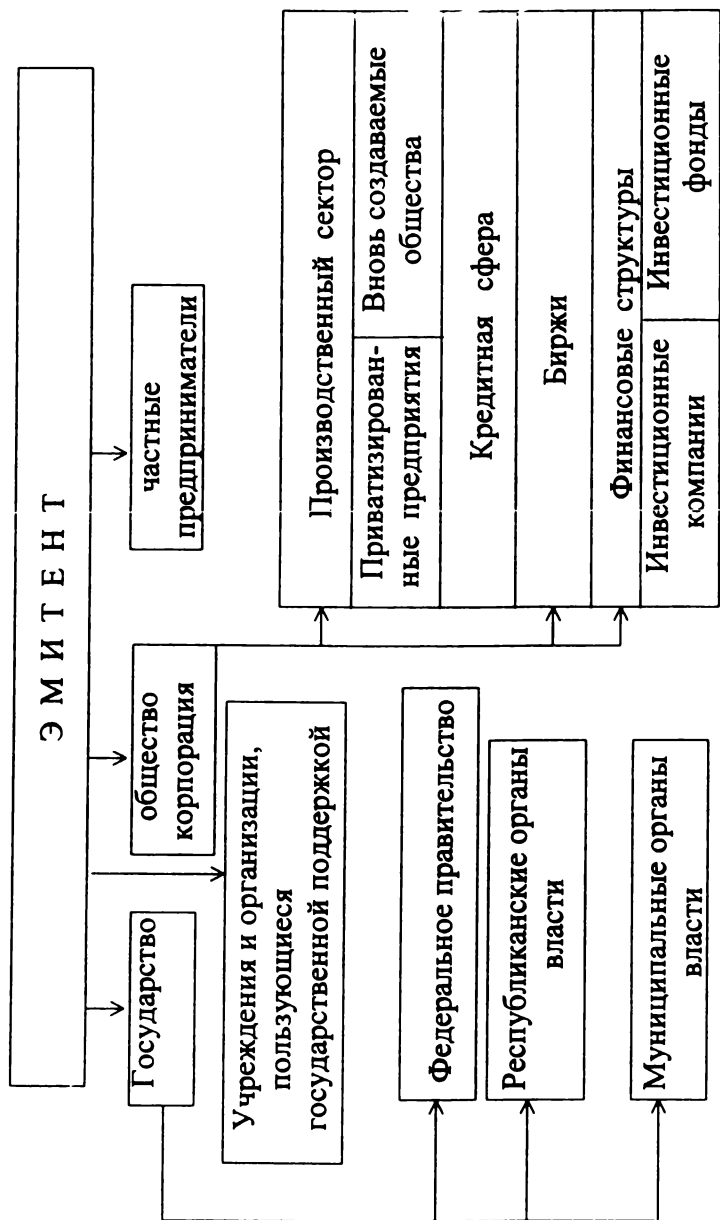


Рис. 4. Состав эмитентов.

Инвесторы. Значение инвестора на фондовом рынке трудно переоценить. Современное состояние российской экономики в значительной степени определяется инвестиционным кризисом, выражающимся как в острой нехватке инвестиционных ресурсов на рынке, так и в активном нежелании инвесторов (внутренних и внешних) вкладывать средства в промышленность (реальный сектор). Рынок любой ЦБ существует и развивается, если в его основе лежит интерес инвестора к ее приобретению.

Закон «О рынке ценных бумаг» определяет инвестора как лицо, которому ЦБ принадлежат по праву собственности (собственник) или иному вещному праву (владелец). Инвесторов можно классифицировать по ряду признаков. По статусу инвесторов можно разделить на индивидуальных (физических лиц), институциональных (коллективных) и профессионалов рынка (рис. 5).

Если основным эмитентом на РЦБ является государство, то основным инвестором, определяющим состояние фондового рынка,— *индивидуальный инвестор, т. е. физическое лицо, использующее свои сбережения для приобретения ЦБ*. По имеющимся оценкам, сегодня на руках у населения России находится до 40 млрд. долларов США. Эти деньги оказались выключенными из производительного оборота. Они, с одной стороны, не работают на развитие экономики России в целом и РЦБ в частности. С другой стороны, эти деньги лежат «мертвым грузом» и не приносят дохода своим владельцам, неуклонно обесцениваясь с ростом инфляции. Следует также отметить, что в случае мобилизации хотя бы половины указанной суммы правительству удалось бы существенно снизить остроту целого ряда общегосударственных экономических проблем.

Юридические лица, не имеющие лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на РЦБ в качестве посредников, но приобретающие ЦБ от своего имени и за свой счет, составляют группу институциональных инвесторов.

В ряде случаев государство выступает стратегическим инвестором, цель которого — изменить форму собственности, стабилизировать рынок, получить доход от вложения средств в международные рынки и т. д.

Также двойственна позиция корпоративных инвесторов, к которым относятся предприятия и организации. С одной стороны, предприятие эмитирует ЦБ с целью привлечения финансовых ресурсов, а с другой — ищет прибыльное размещение своих временно свободных денежных средств. Соотношение этих направлений деятельности предприятий

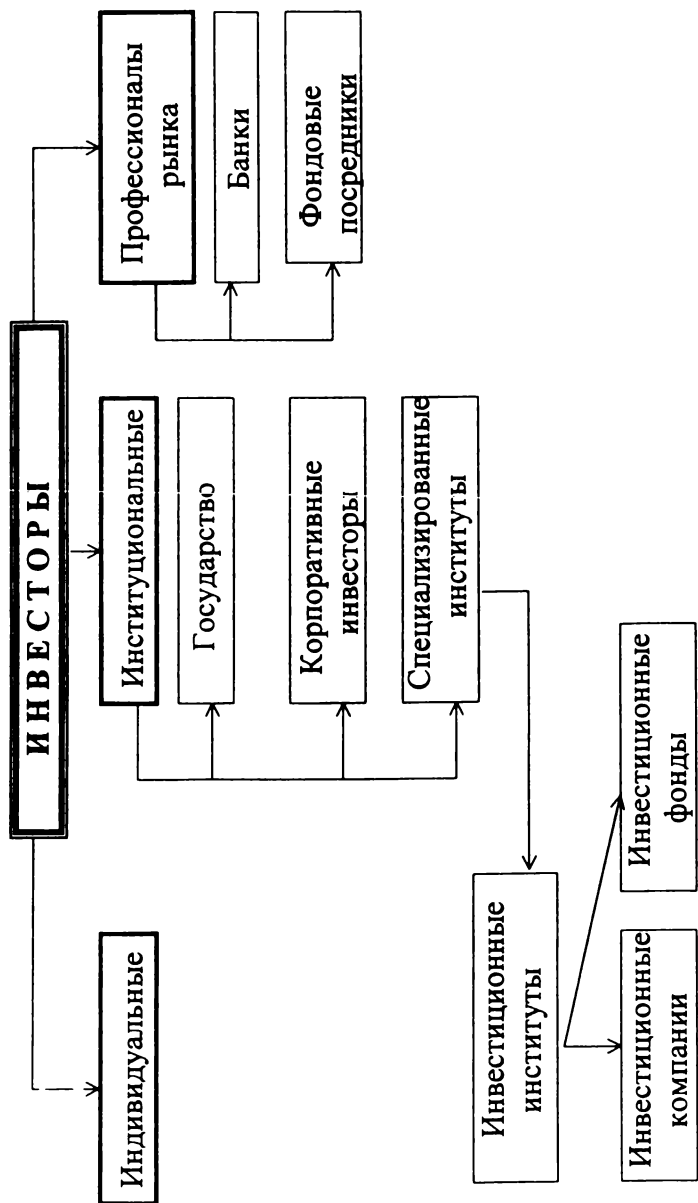


Рис. 5. Состав инвесторов.

зависит от совокупности макро- и микроэкономических факторов. Особенно наглядна роль корпоративного инвестора в современных условиях. Спад производства и сокращение финансирования собственного производства побуждают предприятия к вложениям в государственные ЦБ (в основном в ГКО — государственные краткосрочные облигации).

Существуют **инвестиционные институты**, осуществляющие свою деятельность как специализированные. Это *инвестиционные компании* и *инвестиционные фонды*. Осуществляя деятельность на РЦБ, они получают доход, доля которого не может быть ниже 50% от совокупного. В противном случае последует отзыв лицензии. В эту же группу можно включить *пенсионные фонды* и *страховые компании*, другие институты, составляющие инфраструктуру финансового рынка и занимающиеся накоплением и размещением денежных средств на фондовом рынке с целью получения дохода.

Инвесторами выступают и профессионалы фондового рынка, осуществляющие весь комплекс операций на нем, если они вкладывают собственные средства в ЦБ (основные инвесторы на рынке ГКО, ОФЗ (облигаций федерального займа) — банки, а отечественные финансовые брокеры охотно покупают облигации государственного сберегательного займа).

Классификация инвесторов по цели инвестирования:

Стратегический инвестор предполагает получить собственность, завладев контролем над АО, и рассчитывает получать доход от использования этой собственности; он может ставить своей задачей расширение сферы влияния, приобретение контроля в перераспределении собственности.

Портфельный инвестор рассчитывает лишь на доход от принадлежащих ему ЦБ, поэтому вопросы: что покупать, как покупать, где покупать и когда покупать — для него всегда актуальны. Инвестор должен определить, с какой целью он осуществляет вложение средств в финансовые инструменты, насколько он готов рисковать, что для него важнее — безопасность вложения средств или высокий уровень доходности при соответственно высоком уровне риска вложений. Поэтому в основу дальнейшей классификации инвестора можно положить цель инвестирования и его отношение к риску.

Тема 2. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Брокерская деятельность.
2. Дилерская деятельность.
3. Деятельность по управлению ценными бумагами.
4. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.
5. Депозитарная деятельность.
6. Клиринговая деятельность.
7. Деятельность по организации торговли ценными бумагами.

Профессиональные участники РЦБ — это юридические лица, в том числе кредитные организации, а также физические лица, зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют виды деятельности, указанные в главе 2 закона «О рынке ценных бумаг». В соответствии с данным законом, к профессиональной деятельности на фондовом рынке относятся: брокерская деятельность; дилерская деятельность; деятельность по управлению ценными бумагами; деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг); деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг; депозитарная деятельность; деятельность по организации торговли ЦБ (разновидностью организатора торговли является фондовая биржа).

Профессиональным участникам РЦБ нельзя совмещать свою деятельность с другими видами деятельности, не связанными с рынком ЦБ (например, с торговой деятельностью). Деятельность профессиональных участников подлежит обязательному лицензированию. Лицензии выдаются Федеральной комиссией по ЦБ или уполномоченными ею федеральными органами исполнительной власти, и Центральным банком РФ на основе генеральной лицензии (Положение о генеральных лицензиях на осуществление лицензирования профессиональной деятельности на РЦБ, утвержденное постановлением ФК ЦБ от 9 сентября 1996 г.).

1. БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Брокерская деятельность — это совершение гражданско-правовых сделок с ЦБ в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основе договора поручения или комиссии, либо доверенности на совершение таких сделок. Профессиональный участник РЦБ, занимающийся брокерской деятельностью, именуется *брокером*. Профессио-

нальная брокерская деятельность на фондовом рынке выполняется на основании лицензии, полученной в установленном порядке в местных финансовых органах. Законом допускается совмещение брокерской деятельности с другими видами деятельности на РЦБ.

Квалификационные требования для осуществления брокерской деятельности:

- иметь в штате специалистов с квалификационными аттестатами;
- обладать установленным минимальным собственным капиталом, необходимым для материальной ответственности перед инвесторами (не менее 50 тыс. руб.);
- располагать разработанной системой учета и отчетности, точно и полно отражающей операции с ЦБ.

В обязанность брокера входит добросовестное выполнение поручений клиентов на договорной основе (договор поручения, договор комиссии).

Если заключен договор поручения, то брокер выступает от имени клиента и за счет клиента. т. е. стороной по заключенным сделкам является клиент и он несет ответственность за исполнение сделки.

Если существует договор комиссии, то при заключении сделки брокер выступает от своего имени, но действует в интересах клиента и за его счет. Стороной по сделке в этом случае выступает брокер, и он несет ответственность за ее исполнение.

По существующему законодательству клиент до исполнения договора имеет право в одностороннем порядке прекратить его действие. Исполнением договора считается передача клиенту официального извещения брокера о заключении сделки. Как правило, брокер регистрирует заключенную сделку и контролирует смену собственника — своевременное внесение в реестр акционеров необходимых изменений.

Основной доход брокер получает за счет комиссионных от суммы сделки. Чаще всего брокер совмещает свою деятельность с консультированием клиентов на РЦБ. Если в зарубежной практике в роли инвестиционных консультантов выступают крупные инвестиционные банки или компании, то в российской практике эту функцию может выполнять физическое лицо, которому не нужно иметь лицензии на этот вид профессиональной деятельности, а достаточно иметь квалификационный аттестат.

2. ДИЛЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

В Законе «О рынке ценных бумаг» определено, что *«дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам»*. Дилером, в отличие от брокера, может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. На российском рынке дилером может быть инвестиционная компания, одной из функций которой является вложение средств в ЦБ.

Доход дилера состоит из разницы цен продажи и покупки. Поэтому дилер должен постоянно контролировать и учитывать меняющуюся конъюнктуру рынка. Обычно он специализируется на определенных видах ЦБ, но крупные организации могут обслуживать РЦБ в целом.

Выступая в роли оператора рынка, дилер объявляет цену продажи и покупки, минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены.

3. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО УПРАВЛЕНИЮ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Одним из профессиональных участников РЦБ может быть управляющая компания независимо от конкретной юридической формы ее организации, но имеющая государственную лицензию на деятельность по управлению ЦБ.

Указанная деятельность включает:

- управление ЦБ, переданными их владельцами в соответствующую компанию;
- управление денежными средствами клиентов, предназначенными для прибыльного вложения в ЦБ;
- управление ЦБ и денежными средствами, которые компании получают в процессе своей деятельности на РЦБ.

Экономический смысл функционирования управляющих компаний и их деятельности на РЦБ в том, что они обеспечивают: 1) лучшие результаты от управления ЦБ клиентов за счет своего профессионализма; 2) более низкие затраты на обслуживание операций на фондовых рын-

ках за счет масштабов своей деятельности; 3) эффективность операций за счет работы одновременно на многих рынках.

4. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ВЕДЕНИЮ РЕЕСТРА ВЛАДЕЛЬЦЕВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ЦБ.

Реестром называется список владельцев именных ЦБ, составленный на определенную дату.

Эмитент в соответствии с реестром переводит дивиденды владельцам именных ЦБ или приглашает их на собрание акционеров. По предъявительским ЦБ дивиденды выплачивают тому, кто сам пришел и предъявил сертификат. Кроме того, реестр может понадобиться эмитенту, чтобы контролировать состав владельцев, отслеживать попытки массовой скупки акций.

Лица, занимающиеся данным видом деятельности, именуются держателями реестра (регистраторами). Функции регистратора может выполнять само АО, но лучше эту функцию передать профессионалу по ведению реестра (это может быть либо банк, либо специализированный регистратор). Помимо своих основных функций регистраторы, как правило, исполняют и дополнительные:

**Регистратор ведет
счета владельцев
ценных бумаг**



- отвечают за выдачу на руки и контроль за обращением сертификатов ЦБ. При смене владельца регистратор должен выписать сертификат на имя нового владельца и при этом убедиться, что сданный ему для переоформления сертификат действительно принадлежит тому, кто его сдал, а не украден и не находится в розыске;
- оформляют блокировку ЦБ, связанную с арестом, залогом или другими операциями;
- выступают в роли платежного агента эмитента (если роль регистратора выполняет банк) и т. д.

В США регистраторов называют «трансфер-агентами», в то время как в России так обычно называют организации, которые сами реестр не ведут, а помогают инвестору произвести регистрацию смены собственности.

Регистратор ведет лицевые счета владельцев ЦБ. На лицевом счете указано число принадлежащих владельцу ЦБ, а также вся необходимая информация о владельце. Если произошла сделка купли-продажи, то смена владельца именных ЦБ должна быть отмечена в реестре: смена собственника именной ЦБ происходит в порядке, предусмотренном для уступки требования (цессии), т. е. стороны сделки должны известить эмитента или регистратора о совершившейся смене собственника. Иначе эмитент будет законно продолжать исполнять свои обязанности по отношению к прежнему владельцу.

Именные ЦБ могут быть как документарными (с выдачей на руки сертификатов), так и бездокументарными. При бездокументарном выпуске право собственности удостоверяется записью на счете, а владелец получает на руки выписки, свидетельствующие о состоянии его счета. В этом случае можно утверждать, что регистратор учитывает права собственности инвесторов на принадлежащие им ЦБ.

В реальности регистрационная деятельность в России может быть затруднена. Неудобно, когда для регистрации каждой сделки приходится постоянно ездить к регистратору, особенно если тот находится далеко. Это очень замедляет исполнение сделок и сильно повышает стоимость регистрации. Да и эмитенту его реестр нужен не каждый день, а лишь в определенные моменты. По всем этим причинам широкое распространение должен получить институт номинального держателя. *Номинальный держатель — это лицо, на которое в реестре записано некоторое количество ЦБ, тогда как на самом деле он их собственником не является.* Номинальный держатель сам ведет учет реальных собственников. Если старый и новый собственники ЦБ открыли счета у номинального держателя, то при купле-продаже меняется состояние счетов у номинального держателя, но общее количество ценных бумаг, записанных на него, остается неизменным и состояние его счета у регистратора не меняется.

Основная обязанность регистратора — своевременное предоставление реестра эмитенту. Другая обязанность — ведение лицевых счетов владельцев ЦБ и номинальных держателей счетов, которые при бездокументарном выпуске удостоверяют право собственности на ЦБ (т. е. учет права собственности инвесторов на ЦБ).

Во многих развитых странах институт регистраторов отсутствует как таковой. Обязанности по сбору реестров и передаче их эмитентам с успехом берет на себя депозитарная система. Сейчас в России институт регистраторов развит достаточно сильно. Ведением реестров акционеров занимаются как банки, для которых эта деятельность является дополнительной услугой своим клиентам, так и специализированные регистраторы.

5. ДЕПОЗИТАРНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Депозитарная деятельность — предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ЦБ, т. е. депозитарий ведет счета, на которых учитываются ЦБ, переданные ему клиентами на хранение, а также непосредственно хранит сертификаты этих ЦБ. Счета, предназначенные для учета ЦБ, называются **счетами депо**. Регулирование деятельности депозитариев наряду с законом о РЦБ осуществляется на основании «Временного положения о деятельности на рынке ЦБ РФ и порядке ее лицензирования» (утверждено постановлением ФК ЦБ № 20 от 2 октября 1996 г.).

Депозитарии появились для ускорения расчетов на организованных РЦБ. Первые депозитарные системы создавались для обслуживания фондовых бирж, где профессиональные участники рынка постоянно совершают сделки между собой и где требования к оперативности регистрации смены собственника и эффективности этой процедуры особенно высоки. Появление депозитариев и, как следствие этого, обезличивание оборота ЦБ постепенно привело к тому, что ЦБ в виде бумажного документа используется все реже. Роль документа (сертификата), удостоверяющего права собственника на ЦБ, начинает играть запись на счете депо. В целом ряде стран такое положение закреплено законодательно. В специальных законах признана правовая эквивалентность сертификата ценной бумаги и записи на счетах депо в целях установления собственника. В российском законодательстве эти вопросы пока трактуются неоднозначно.

Во многих случаях эмитенты исполняют с помощью депозитария свои обязанности по выплате дивидендов, для организации заочного голосования. Таким образом, наличие депозитария как промежуточного звена между эмитентом и инвестором может облегчить жизнь всем участникам РЦБ. Разумеется, для этого его положение должно быть «узаконено», т. е. депозитарий должен быть каким-то образом включен в систему обслуживания данного выпуска ЦБ и признаваться в таком

качестве эмитентом. Как правило, для этого депозитарий становится номинальным держателем или, заключив договор с эмитентом, головным депозитарием по данному выпуску ЦБ.

К основным функциям депозитария относятся:

- ведение счетов депо по договору с клиентом (такой договор называют депозитарным договором или договором счета депо);
- хранение сертификатов ЦБ;
- выполнение роли посредника между эмитентом и инвестором.

Депозитарии могут выполнять сопутствующие работы: перевозка сертификатов, проверка их на подлинность и платежность и т. п. Весьма естественной деятельностью для депозитария является составление реестров владельцев именных ЦБ. Ряд видов профессиональной деятельности на фондовом рынке не свойствен депозитариям. Это в первую очередь активные операции:

а) связанные с совершением по поручению клиента или от своего имени сделок купли-продажи;

б) доверительное управление ЦБ клиента.

Это все не относится к депозитарной деятельности, и неслучайно. Ведение учета ЦБ дает много информации о собственниках ЦБ, тенденциях движения цен, динамике сделок. Использование этой информации может поставить депозитария в привилегированное положение по сравнению с другими на фондовом рынке. Поэтому на развитых фондовых рынках принято разграничивать учетную деятельность и проведение активных операций. Проблема здесь в использовании служебной информации, которая оказывается доступной юридическому и физическому лицу по роду его профессиональной деятельности и может быть использована в целях обогащения на фондовом рынке.

6. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Одним из моментов совершения сделок с ЦБ являются денежные расчеты за купленные ЦБ. Поскольку на РЦБ, организованном в форме биржевой торговли или на основе компьютерных систем, число сделок и участников торговли довольно велико, то деятельность по расчетам с ЦБ была выделена в специфическую с образованием присущих этим расчетам специализированных организаций — **расчетно-клиринговых**.

На практике эти организации могут иметь такие названия: Расчетная палата, Клиринговая палата, Клиринговый центр, Расчетный центр и т. п.

Расчетно-клиринговая организация (РКО) — это специализированная организация банковского типа, которая осуществляет расчетное обслуживание участников организованного РЦБ, ее назначение:

- минимизировать издержки по расчетному обслуживанию участников рынка;
- сократить время расчетов;
- свести до минимума все виды рисков, которые имеют место при расчетах.

РКО существуют в тех же юридических организационных формах, что и банки, но чаще в форме ЗАО, и должны иметь лицензию Центробанка на право обслуживания всех видов расчетных операций на соответствующем РЦБ. Уставный капитал образуется за счет взносов ее членов — крупных банков, финансовых компаний, фондовых бирж. Существует тенденция к укрупнению и переходу от национальных к международным РКО.

Расчетно-клиринговая деятельность включает:

- проведение расчетных операций между членами РКО (а в ряде случаев — другими участниками фондового рынка);
- осуществление зачета взаимных требований между участниками расчетов — клиринг;
- бухгалтерское и документарное оформление, сбор, сверку и корректировку информации по сделкам, совершенным на рынках, которые обслуживаются данной РКО;
- разработку расписания расчетов (установление сроков поступления денежных средств и сопутствующей документации и информации);
- контроль за перемещением ЦБ в результате исполнения контрактов;
- гарантирование заключенных на бирже сделок.

РКО — это коммерческая организация, источники ее доходов: 1) плата за регистрацию сделок; 2) продажа информации, программного обеспечения и технологий; 3) обращение денежных средств, находящихся в распоряжении РКО.

РКО играют основную роль в торговле производными ЦБ: фьючерсными контрактами и биржевыми опционами. РКО не могут проводить кредитные и большинство активных операций и часто совмещают свою деятельность с услугами депозитарного характера.

7. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Согласно действующему российскому законодательству, участником рынка ЦБ, организующим их куплю-продажу, т. е. «непосредственно способствующим заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами» (ст. 9 закона о РЦБ) является *фондовая биржа — организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, создаваемая профессиональными участниками РЦБ для взаимных оптовых операций*.

По определению Я. М. Миркина, фондовая биржа — это лучший рынок, создаваемый для лучших ЦБ лучшими (крупнейшими) посредниками на фондовом рынке.

Трудно точно датировать рождение биржи. С незапамятных времен купцы собирались в каком-то одном месте, чтобы найти партнера, узнать последние цены на товары. Такие купеческие собрания засвидетельствованы в Древнем Риме во II в. нашей эры, о них упоминается во Флоренции с XIII в. Основоположник двойной бухгалтерии Лука Паччоли писал в своем трактате о векселях: «чтобы узнать цену векселя, будучи в Венеции, можно оговорить цену на площади Ринальто, а во Флоренции на Новом рынке, в Генуе — на банковской улице». Первая фондовая биржа возникла в Амстердаме в 1608 г., хотя историки обнаруживают свидетельства собственно торговли ценными бумагами и в более ранний период в Италии и Германии.

Само слово «биржа», по преданию, обязано своим происхождением дому некоего ван дер Буржа в крупнейшем торговом пункте Фландрии городе Брюгге, где купцы назначали место для заключения сделок. Постепенно выражением «идти к Бурже» стали обозначать места встречи купцов и в других странах. Лишь независимые британцы не приняли этот термин и по сей день называют место биржевых операций «иксчейндж» — место обмена. Развитие оборота ЦБ привело к специализации в торговле ЦБ и выделению из товарной специализированной фондовой биржи, которая, с одной стороны, вознесла биржевой механизм на невиданную дотоле высоту, с другой — придала такой динамизм ЦБ, который никаким иным путем обеспечить было нельзя.

К моменту появления ЦБ биржевые процедуры торговли на срок уже были отработаны на товарах (прежде всего колониальных). Сильнейший толчок развитию фондового рынка придал массовый переход к акционерной форме организации производства, поскольку без фондовых бирж акционерное дело по-настоящему развиваться не может.

Раздел II

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Уровень развития рыночной инфраструктуры в различных регионах страны во многом определяет процессы формирования региональных рынков ЦБ и фондового рынка в целом. В соответствии с функциональным назначением инфраструктуру РЦБ можно разделить на три большие группы:

- торговая инфраструктура;
- регулирующая инфраструктура;
- информационная инфраструктура.

Тема 3. ТОРГОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА (ФОНДОВЫЕ БИРЖИ И ВНЕБИРЖЕВЫЕ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ)

1. Особенности и функции фондовой биржи.
2. Члены фондовой биржи.
3. Организация фондовой биржи.
4. Вторичный рынок ценных бумаг.

1. ОСОБЕННОСТИ И ФУНКЦИИ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Процесс покупки/продажи ЦБ, как и любого другого товара, состоит из трех основных стадий: 1) заключение сделки; 2) получение товара; 3) оплата товара.

В соответствии с этими операциями организации, обслуживающие покупку-продажу ЦБ, выделяются в следующие функциональные группы:

- **торговые системы** (заключение сделок с ЦБ);
- **депозитарные системы** (перевод и хранение ЦБ);
- **расчетные системы** (перевод и получение денег за ЦБ).

Когда все три системы объединяются в рамках одной организации, возникает фондовая биржа.

Признаки классической фондовой биржи:

- биржа — централизованный рынок, с фиксированным местом — торговой площадкой;

- процедура отбора наилучших ЦБ по определенным требованиям (финансовая устойчивость эмитента, массовость ЦБ как однородного стандартного товара — серийность и равенство прав в разных выпусках ЦБ, массовость спроса, гарантии поставки и т. д.);
- отбор лучших операторов в качестве членов биржи;
- наличие временного регламента торговли ЦБ и стандартных процедур;
- централизация регистрации сделок и расчетов по ним;
- установление официальных (биржевых) котировок;
- надзор за членами биржи (с позиций их финансовой устойчивости, соблюдения этики фондового рынка и т. д.).

Фондовая биржа не может совмещать деятельность по организации торговли ЦБ с другими видами профессиональной деятельности на РЦБ, кроме депозитарной и клиринговой. Поэтому ее задачи и функции определяются тем положением, которое фондовая биржа занимает на РЦБ как ее участник. Фондовые отделы товарных и валютных бирж приравнены к фондовым биржам, поэтому в своей деятельности (за исключением вопросов создания) не отличаются от последних.

Функции фондовой биржи:

1. Предоставление места для рынка, т. е. места, где может происходить продажа ЦБ. Изначально фондовая биржа создавалась для того, чтобы поощрять и поддерживать торговлю ЦБ, обеспечивающую соблюдение интересов ее участников. Поэтому биржа рассматривалась как надлежащим образом организованное место для торговли, где может происходить как продажа ЦБ их первым владельцам, так и вторичная их перепродажа.

Принципиальным положением существования бирж как организованного оптового рынка ЦБ (несмотря на то, что сейчас открытый биржевой торг заменяется компьютерным, электронным) является соблюдение всеми участниками торгов установленных правил. Для этого бирже необходимо предъявлять достаточно жесткие требования к компаниям, поставляющим ЦБ для продажи, и членам биржи, которые на профессиональном уровне представляют интересы клиентов. Биржа также должна располагать квалифицированным персоналом, способным провести биржевой торг и обеспечить эффективный надзор за исполнением заключенных сделок, т. к. и инвестор, и эмитент ищут ликвидные рынки, которые характеризуются эффективными торговыми системами, большим оборотом и необходимой защитой инвестора.

2. **Выявление равновесной биржевой цены.** Выполнение этой задачи возможно в силу того, что биржа собирает большое количество

продавцов и покупателей для обсуждения и согласования условий торговли, выявления приемлемой стоимости конкретных ЦБ. В интересах биржи и повышение достоверности достигнутых в процессе биржевого торга цен. Для этого биржа обеспечивает: открытость информации, характеризующей как эмитента, так и его ЦБ, стандартизацию условий установления цен, использование СМИ для распространения информации о котировках цен и сделках. Это позволяет членам биржи и профессиональным участникам знать о самых последних сделках и их ценах. На западных биржах практикуют показ котировок акций на экранах домашних телевизоров для частных лиц через «телетекст» (журналы электронного экрана). Это дает возможность заинтересовать биржевой торговлей новых участников.

3. Аккумуляирование временно свободных денежных средств и содействие передаче прав собственности. Организуя биржевые торги и привлекая покупателей ЦБ, биржа дает возможность эмитентам продать свои финансовые обязательства и получить средства для инвестиций, т. е. способствует мобилизации денежных средств, с одной стороны, а с другой — расширению круга собственников. При этом биржа создает возможности для перепродажи ЦБ, т. е. обеспечивает передачу прав собственности, постоянно привлекая на биржу новых инвесторов. Такая смена владельца не затрагивает интересы эмитента, который по-прежнему распоряжается полученными средствами, меняя лишь кредитора или акционера.

4. Обеспечение гласности, открытости биржевых торгов. Биржа не гарантирует доходности вложений в определенные ЦБ, она гарантирует, что участники торгов могут иметь достоверную информацию и располагать справедливыми правилами для формирования собственных заключений о доходности ЦБ.

Биржа обязана каждому заинтересованному сообщать о дате и времени заключения сделок, наименовании ЦБ, являющихся предметом сделки, государственном регистрационном номере ЦБ, цене и количестве проданных ЦБ. Биржа должна обеспечить доступность информации, способной повлиять на рыночный курс ЦБ, для всех участников биржевой торговли в одно и то же время. Она также должна получать и комментировать любые решения правительства, которые могут повлиять на курсы ЦБ, котирующихся на бирже.

5. Создание механизма для беспрепятственного разрешения споров (арбитраж). Необходимо определить круг лиц, которые могут выполнять эту задачу, а также возможные компенсации пострадавшей стороне. Многие биржи создают специальные арбитражные комиссии, в

состав которых включают независимых лиц, имеющих возможность беспристрастно выслушать обе стороны и принять взвешенное решение. Для усиления значимости арбитражной комиссии ей иногда придается статус третейского суда, и тогда решения комиссии имеют не только рекомендательный, но и обязательный характер. Поэтому решение о компенсации должно быть приемлемо как для потерпевшей стороны, так и для ответчика, и обязательно для исполнения.

6. Обеспечение гарантий исполнения сделок, заключенных в биржевом зале. К обращению на бирже допускаются только те ЦБ, которые прошли листинг, т. е. соответствуют предъявляемым требованиям, которые биржа вправе устанавливать самостоятельно.

Кроме того, на бирже имеется возможность подтверждения условий покупки или продажи ЦБ. Как только участники торгов согласовали условия сделки, они тут же регистрируются и получают соответствующее подтверждение от биржи, и поэтому не может быть никаких споров о том, какое конкретное соглашение было принято по поводу этой сделки.

Биржа как посредник при осуществлении расчетов принимает на себя ответственность за предоставление гарантии на все подтвержденные сделки, что они будут оплачены, а проданные ЦБ будут доставлены для передачи на имя нового покупателя. Это чрезвычайно важная функция биржи, поскольку она дает всем покупателям и продавцам гарантию, что они получат полностью результаты своих операций, т. к. в противном случае биржа, руководствуясь своими правилами, аннулирует сделки.



Вообще, проблема исполнения сделок в биржевой торговле является самой сложной. Хотя биржа не может проверить каждого конкретного продавца и покупателя, она должна предъявлять жесткие требования к профессионализму и финансовому состоянию участников торгов. Кроме того, гарантия исполнения сделок достигается за счет постоянно совершенствующейся системы клиринга и расчетов, контроля системы обслуживания биржи, содержания своих внутренних систем коммуникаций, чтобы гарантировать их надежность и осуществлять надзор за финансовой дисциплиной своих членов — участников торгов.

7. Гарантия исполнения сделок тесно связано с такой проблемой, как **защита денег клиента**. В правилах торговли биржи отмечено, что члены биржи, управляющие деньгами клиента, по которым еще не наступил срок платежа по сделке, должны хранить их отдельно от своих собственных основных денег. Правила могут включать требование, чтобы такие деньги были положены на отдельный инвестиционный счет в банке третьей стороны так, чтобы в случае неспособности фирмы — члена биржи выполнить свои собственные финансовые обязательства, она бы не смогла, даже неумышленно, использовать деньги клиента для такой цели.

8. **Разработка этических стандартов, кодекса поведения участников биржевой торговли.** Для ее выполнения на бирже разрешают использование специфических слов и оговаривают соблюдение их строгой интерпретации; устанавливают место и способ торговли (биржевой зал, терминал, экран, телефон), а также время, в течение которого могут совершаться сделки; предъявляют определенные квалификационные требования к участникам торгов (обязательная сдача экзаменов для получения квалификационного аттестата или статуса).

Биржа должна контролировать разработанные ею стандарты и кодекс поведения, применять штрафные санкции вплоть до приостановки деятельности или лишения лицензии в случае их несоблюдения. В зарубежной практике принято разрабатывать специальный свод деловых правил для биржи. В них излагаются основы общения с клиентами, а также — что разрешено и что не разрешено в рекламе.

2. ЧЛЕНЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

В соответствии с законодательством фондовая биржа организует торговлю только между членами биржи. Другие участники рынка ЦБ могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи. Членами фондовой биржи являются ее акционеры,

любые профессиональные участники РЦБ (в т.ч. и коммерческие банки).

Членами российских фондовых бирж являются, как правило, юридические лица. Так как члены биржи — ее акционеры, то их число ограничено. Оно определяется уставным фондом, количеством выпускаемых акций и тем их количеством, которым может владеть один член биржи. Для фондовой биржи все ее члены равны, т.е. не допускаются разные категории членов, временное членство, сдача места в аренду или залог, как это имеет место на товарных биржах.

Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как законодательством, так и самими биржами. Обычно в законах устанавливаются лишь общие требования к членству на бирже, а внутрибиржевые нормативные документы предъявляют дополнительные требования.

Биржа дает возможность своим членам:

- участвовать в общих собраниях биржи и управлении ее делами;
- избирать и быть избранными в органы управления и контроля;
- пользоваться имуществом биржи, ее информацией и услугами;
- торговать в зале биржи как от своего имени и за свой счет (функции дилера), так и от имени и за счет клиента (функции брокера).

Вместе с тем биржа определяет и обязанности членов биржи:

- соблюдать устав биржи и другие нормативные документы;
- вносить вклады и дополнительные взносы в порядке, размере и способами, предусмотренными уставом и нормативными документами;
- оказывать бирже содействие в осуществлении ее деятельности.

3. ОРГАНИЗАЦИЯ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Фондовая биржа выступает в качестве торгового, профессионального и технологического ядра РЦБ. Вместе с тем, по организационной форме фондовая биржа — это предприятие. В мировой практике существуют разнообразные формы бирж. По российскому законодательству фондовая биржа должна быть закрытым акционерным обществом.

Фондовая биржа самостоятельно устанавливает процедуру включения в список ЦБ, допущенных к обращению на бирже, процедуру листинга и делистинга.

Фондовая биржа обязана обеспечить гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения ее членов о месте и времени проведения торгов, о списке и котировке ЦБ, допущенных к обращению на

бирже, о результатах торговых сессий, а также предоставлять другую информацию.

Фондовая биржа не вправе устанавливать размеры вознаграждения, взимаемого ее членами за совершение биржевых сделок.

К обращению на фондовой бирже допускаются:

- ЦБ в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законом «О рынке ценных бумаг» процедуру эмиссии, включенные фондовой биржей в список ЦБ, допускаемых к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними документами (ЦБ, не включенные в список обращаемых на фондовой бирже, могут быть объектом сделок на бирже в порядке, предусмотренном ее внутренними документами);
- иные финансовые инструменты в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Для решения всех возникающих споров создается арбитражная комиссия, а вопросами допуска ценностей на биржу занимается специальная комиссия по допуску.

Органы управления биржей. Организационная структура биржи должна обеспечить доверие со стороны ее членов, т.е. она должна иметь демократически избранные органы управления. Поэтому биржа строится как саморегулируемая организация, действующая на принципах биржевого самоуправления: в рамках действующего законодательства она сама принимает решение об организации своего управления, что и отражается в ее уставе.

В соответствии с действующим законодательством фондовые биржи создаются в форме некоммерческого партнерства, поэтому ее органы управления делятся на общественную и стационарную структуры.

Высшим законодательным органом управления биржи является общее собрание: годовое — обязательное и внеочередное, созываемое биржевым советом, ревизионной комиссией или не менее 10% голосов членов биржи.

Для оперативного управления избирается биржевой совет — контрольно-распорядительный орган текущего управления.

Из состава совета формируется для оперативного руководства правление. Порядок действия биржевого совета и правления определяется уставом биржи. Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью осуществляет ревизионная комиссия, избираемая на общем собрании.

Стационарная структура биржи обуславливается задачами организации хозяйственной биржевой деятельности и состоит из исполнительных и специализированных подразделений.

4. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Как уже отмечалось, рынок ЦБ состоит из первичного рынка и вторичного. На первичный рынок поступают новые выпущенные в оборот финансовые активы. Вторичный рынок представляет сферу обращения ЦБ между инвесторами, брокерами, дилерами уже после их первичной продажи эмитентом. Можно сказать, что вторичный рынок ЦБ состоит из биржевого и внебиржевого рынков.

Биржевой рынок представляет собой институционально организованный рынок, на котором обращаются ЦБ наиболее высокого качества (высоколиквидные), прошедшие процедуру листинга (установления рейтинга данной ЦБ), и где совершают операции профессиональные участники РЦБ.

Биржевой рынок характеризуют: 1) определенное время и место проведения торговли; 2) определенный круг участников — профессионалов фондового рынка; 3) определенные правила торгов и подчинение участников этим правилам; 4) организатор торгов имеет соответствующую лицензию.

Существует несколько форм организации биржевой торговли. Простейшей является стихийный рынок, где продавцы и покупатели случайно встречаются и самостоятельно определяют уровень спроса и предложения. Стихийный рынок далек от совершенства, поэтому он уступил место организованному рынку, который может быть организован в формах простого аукциона и двойного аукциона двух видов — онкольного рынка и непрерывного рынка.

Простой аукцион предполагает конкуренцию либо продавцов (в условиях избытка фондовых ценностей и недостатка платежеспособного спроса), либо покупателей (при монопольном положении продавцов). Такой способ малоэффективен, поскольку продавцы здесь неравноправны, преимущество имеет тот, кто раньше других выставил свои ЦБ, а первые покупатели обычно согласны заплатить самую высокую цену, но затем цены снижаются («ценовая дискриминация первой степени»). Поэтому в мировой практике биржевые торги чаще проводятся в виде двойных аукционов, которые не нарушают принципа равноправия участников и предполагают наличие конкуренции между продавцами и покупателями.

В биржевой торговле ключевым понятием является ликвидность, которая характеризует РЦБ частыми сделками, узким разрывом между ценой продавца и ценой покупателя, незначительными колебаниями цен в сделках.

Онкольные рынки эффективны в тех случаях, когда концентрация спроса и предложения не достигает уровня высокой ликвидности. В рамках такой формы организации торговли в течение некоторого времени происходит накопление заявок на покупку/продажу ЦБ, после чего по каждому виду акций определяется цена сделок.

Непрерывный аукционный рынок применяется на фондовых биржах при работе с акциями постоянно предлагаемыми и пользующимися высоким спросом, когда заявки на покупку/продажу исполняются немедленно после их поступления. Цена здесь обычно определяется компьютерной системой.

На российских биржах в основном обращаются ЦБ, которые не прошли процедуру листинга, и различия между биржевой и внебиржевой организованной торговлей ЦБ мало ощутимы.

Совершение операций с фондовыми ценностями невозможны без *котировки — особого способа формирования, учета и публикации биржевых цен*. Биржевую котировку осуществляет котировальная комиссия биржи, ее функции:

- допуск ЦБ на фондовую биржу;
- определение, регистрация и публикация в биржевых бюллетенях курса ЦБ.

Листинг конкретных ЦБ (фактически — появление в биржевых списках) *означает допуск к участию в торгах*, хотя чисто юридически никакое АО изначально не обязано вносить свои ЦБ в те или иные биржевые листы, оно лишь имеет такое право. К реализации этого права подвигают следующие выгоды участия в биржевых списках:

- дополнительная реклама через освещение в бюллетенях, специальной прессе;
- включение в список позволяет компании занять устойчивые позиции на рынке; при поглощении и слиянии компаний оценка активов опирается на курсовую рыночную стоимость акций, а не балансовую;
- биржевой контроль дает определенные гарантии от злоупотреблений при совершении сделок.

Включенные в список ЦБ образуют котировочный лист, в соответствии с которым определяется рыночный курс ЦБ. Информация о курсе и объемах совершенных сделок становится основой для принятия инвестиционных решений, поэтому главная функция биржи — индикативная: по этой информации определяют состояние РЦБ и экономики в целом.

С целью защиты интересов инвесторов биржа может временно или навсегда исключить ЦБ определенной компании из котировочного

листа. Существуют три формы временного прекращения котировки на бирже: 1) отсрочка начала торговли; 2) перерыв в торговле — объявляется в любое время, чтобы сообщить какую-либо важную новость; 3) приостановка торговли на одну сессию и более, чтобы разобраться в ситуации и, например, принять решение о делистинге ЦБ какого-либо эмитента.

Делистинг, или исключение из биржевого списка, может последовать в следующих случаях:

- эмитент объявлен банкротом;
- публичное размещение ЦБ достигает неприемлемо малых объемов или иного несоответствия требованиям листинга;
- эмитент отзывает свои ЦБ (например, для погашения или обмена на новые).

Развитие процесса листинга на отечественном фондовом рынке в целом соответствует мировой практике. Вместе с тем существует значительный разброс по показателям, принятым в качестве критерия листинга, — как в количественном, так и в качественном отношении. Это отличает процедуру листинга на российских фондовых биржах от допуска ЦБ к списочной торговле акциями в развитых странах, где критерии листинга в основном унифицированы.

Если процедура листинга — единовременный акт, то определение цены или курса ЦБ — это постоянно возобновляемая на каждом биржевом собрании в процессе аукциона операция. Поскольку биржа концентрирует спрос и предложение по ЦБ и определяет соотношение между ними, то выражение временного и относительного, но достаточного для совершения сделки равновесия является ценой ЦБ. *Цена, по которой заключаются сделки и ценные бумаги переходят из рук в руки, называется курсом.*

Нормативные акты и законы о биржах не фиксируют порядок определения биржевого курса ЦБ. Однако в зависимости от принципов, положенных в основу котировки, различают:

- метод единого курса на основе установления единой цены;
- регистрационный метод, основанный на регистрации фактических цен сделок, цен спроса и предложения.

В основе формирования курсов лежит сопоставление заявок на продажи и покупки и выведение с помощью элементарных арифметических операций некоторой величины, их объединяющей. Простому и непрерывному аукциону соответствует котировка по регистрационному методу: в биржевом бюллетене отмечаются действительные цены сделок в течение биржевого дня. Анализируя данные регистрации сделок и зая-

вок инвесторов, котировальная комиссия определяет верхний и нижний пределы цен по видам ЦБ в горизонтальном и вертикальном разрезе: высшая и низшая, начальная (в первые минуты) и заключительная (в конце дня) цена в течение биржевого дня.

Однако торговля ЦБ может происходить самым различным образом и на различных торговых площадках, т. е. рынок может быть и внебиржевым, который, в свою очередь, может быть организованным и неорганизованным («уличным»).

В странах с развитой рыночной экономикой конкурентами биржевой торговли выступают коммерческие и инвестиционные банки.

В России изначально преобладал внебиржевой РЦБ, что было связано с первичным размещением там первичных ЦБ. Внебиржевой рынок представлен:

- системой торговли ГКО через уполномоченные коммерческие банки, являющиеся депозитариями, по договору с Минфином РФ;
- филиальной сетью Сбербанка РФ;
- аукционной сетью (центры приватизации ГК по имуществу РФ), осуществляющей первичное размещение выпусков акций приватизированных предприятий при ваучерной приватизации;
- внебиржевым РЦБ коммерческих банков;
- «биржевыми аукционами» фирм «Антарис» и «Принцип Лтд.»; аукционом фирмы «Саттаров и Ко»; дилерской сетью EL-BIS компании «Брок-Инвест-Сервис», которые впоследствии заменила российская торговая система Профессиональной ассоциации участников фондового рынка (РТС «Портал»);
- торговой системой агентства «Интерфакс» «Интерфакс-Дилинг»;
- «уличной» торговлей типа АО «МММ».

При создании первоначального варианта РТС «Портал» за аналог была взята одна из усовершенствованных подсистем американской системы внебиржевой торговли NASDAG. РТС была создана при финансовом содействии правительства США. По условиям предоставления помощи формально РТС могут пользоваться члены других саморегулируемых организаций, в частности, Ассоциации фондовых дилеров Сибири, Петербургской объединенной торговой системы, Уральской ассоциации брокеров и дилеров.

Организация торговли: через терминалы в центральный компьютер вводятся предложения о покупке-продаже, условия договора оговариваются по телефону, оплата и перерегистрация прав производится контрагентами самостоятельно.

Ключевые моменты правил торговли в РТС:

- все введенные в систему котировки являются обязательными для исполнения;
- минимальный объем выставяемого лота — 10 тыс. долл. США;
- участники торговой системы разделены на несколько категорий, среди которых необходимо отметить маркет-мейкера, одной из задач которого является поддержание ликвидности рынка.

В обязанности маркет-мейкеров входит: 1) постоянное поддержание двусторонних котировок (на покупку и на продажу) по акциям минимум трех эмитентов и односторонних котировок (какую-либо одну сторону) как минимум двух эмитентов; 2) объем выставяемых ими лотов должен быть не менее 30 тыс. долл. США.

Льготы маркет-мейкеров: право менять заявленную в системе цену в пределах 10%.

Основные недостатки РТС: информационная непрозрачность системы; дискриминация участников торговли; преимущественно справочно-информационный (а не торговый) характер системы (слабо обеспечен сам процесс заключения сделок).

Тема 4. РЕГУЛЯТИВНО-ИНФОРМАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Понятие регулятивной инфраструктуры.
2. Сущность регулирования рынка ценных бумаг.
3. Законодательная инфраструктура рынка ценных бумаг.
4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг.
5. Налогообложение операций с ценными бумагами.
6. Структура органов государственного регулирования рынка ценных бумаг.
7. Саморегулируемые организации рынка ценных бумаг.
8. Информационная инфраструктура рынка ценных бумаг.

1. ПОНЯТИЕ РЕГУЛЯТИВНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Регулятивная инфраструктура рынка ЦБ представляет собой систему регулирования РЦБ, включающую:

- *регулятивные органы* (государственные органы, саморегулирующие организации);
- *регулятивные функции и процедуры* (законодательные, регистрационные, лицензионные, надзорные);

- **законодательную инфраструктуру** РЦБ (регулятивные нормы права, действующие на рынке ЦБ);
- **этику фондового рынка** (правила, утверждаемые саморегулирующимися организациями).

В международной практике в зависимости от соотношения этих элементов используются разные модели регулятивной инфраструктуры.

Если в качестве критерия рассматривать субъект регулирования, то можно выделить такие модели: 1) основная регулирующая роль на РЦБ принадлежит государству; 2) государство и саморегулирующиеся организации в лице добровольных объединений профессиональных участников РЦБ разделяют сферы регулирования.

Принципы, механизм, объекты и субъекты регулирования РЦБ, необходимость участия государства в этих процессах доказаны и отражены мировой практикой в ходе длительного исторического развития.

Государственные органы стремятся уменьшить риск вложений в ЦБ, поощряя фонды коллективных инвестиций, устанавливая финансовые нормы для деятельности посредников, предохраняя вкладчиков от возможной неплатежеспособности брокера или другого биржевого посредника. Среди мер наблюдения и контроля за работой посредников применяются:

- требование официального допуска посредника к выполнению своих функций;
- установление обязательного минимального уровня его собственных средств;
- публикации данных о финансовом положении посредника и регулярная проверка этих данных; разработка кодекса морали и правил поведения;
- точное определение случаев, когда посредник выходит за рамки, установленные государственными законами и правительственными распоряжениями;
- меры правовой защиты вкладчиков и наказания посредников за нарушения;
- определение норм поведения для банков и бирж с целью уменьшения рискованного характера их биржевых операций.

Регулирование РЦБ охватывает все виды деятельности и все виды операций: эмиссионные, посреднические, инвестиционные, спекулятивные, залоговые, трастовые и т. п. Регулирование РЦБ охватывает всех его участников: эмитентов, инвесторов, профессиональных фондовых посредников, организации инфраструктуры рынка.

Субъекты регулирования (уполномоченные организации):

- государственные органы, в компетенцию которых входит выполнение тех или иных функций и осуществление государственного регулирования РЦБ;
- профессиональные участники РЦБ, опосредующие саморегулирование РЦБ; государство также может передавать часть своих функций по регулированию рынка таким организациям. С другой стороны, профессиональные участники могут сами договориться о том, что созданная ими организация получает некие права регулирования по отношению ко всем участникам;
- общественное мнение (общественное регулирование); в конечном счете именно реакция широких слоев общества является первопричиной тех или иных регулятивных действий государства или профессионалов рынка.

Процесс регулирования РЦБ включает:

- 1) создание нормативной базы функционирования рынка (разработка законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов);
- 2) отбор профессиональных участников РЦБ; профессиональные посредники должны удовлетворять определенным требованиям по знаниям, опыту и капиталу, которые устанавливаются уполномоченными регулирующими организациями или органами;
- 3) контроль за соблюдением выполнения норм и правил функционирования рынка;
- 4) применение санкций за отклонение от установленных норм и правил: устные и письменные предупреждения, штрафы, уголовные наказания, исключение из рядов участников рынка.

Характер регулятивной инфраструктуры во многом зависит от выбора модели РЦБ. В России регулятивная инфраструктура с самого начала своего формирования отличалась гипертрофированной ролью государства ввиду отсутствия на тот момент представительных саморегулируемых организаций, процесс создания которых развернулся лишь во второй половине 1990-х гг. Ее характеризовали значительные пробелы в законодательстве о рынке ЦБ при изобилии нормативных актов исполнительных государственных органов и слабом контроле за их исполнением; отсутствие традиций и обычаев честного предпринимательства на финансовом рынке.

2. СУЩНОСТЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Регулирование РЦБ — это упорядочение деятельности всех его участников и операций между ними уполномоченными организациями.

Первые шаги по регулированию фондового рынка были предприняты в 1989–1990 гг. Начало регулированию положили Закон СССР «О кооперации» с его юридическим признанием частных ЦБ и закон «О собственности в СССР», допускавший возможность преобразования предприятий в акционерные общества с правом выпуска акций на всю стоимость имущества предприятия.

Цели регулирования:

1. Поддержка порядка на рынке и создание нормальных условий для работы всех его участников.
2. Защита участников рынка от недобросовестности отдельных лиц или организаций, от преступных организаций.
3. Обеспечение свободного и открытого процесса ценообразования ЦБ на основе спроса и предложения.
4. Поддержка необходимых обществу рынков и рыночных структур.
5. Воздействие на рынок с целью достижения каких-то общественных целей (например, повышение темпов роста экономики, снижение уровня безработицы и т. д.).

Принципы регулирования рынка ценных бумаг. Регулирование во многом зависит от существующих в стране политических и экономических условий, но оно должно отражать и проверенную временем историческую практику мирового РЦБ. К середине 1996 года в России сформировалась законодательная и нормативная база для полноценного функционирования РЦБ. Указами Президента РФ утверждена «Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации».

Концепцией развития рынка определены следующие основные *принципы государственной политики на фондовом рынке:*

1. Осуществление государством мер по защите прав участников рынка на основе лицензирования и регулирования всех видов профессиональной деятельности.
2. Единство нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории РФ.
3. Принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, означающий, что государство регулирует деятельность субъектов рынка только в тех случаях, когда это аб-

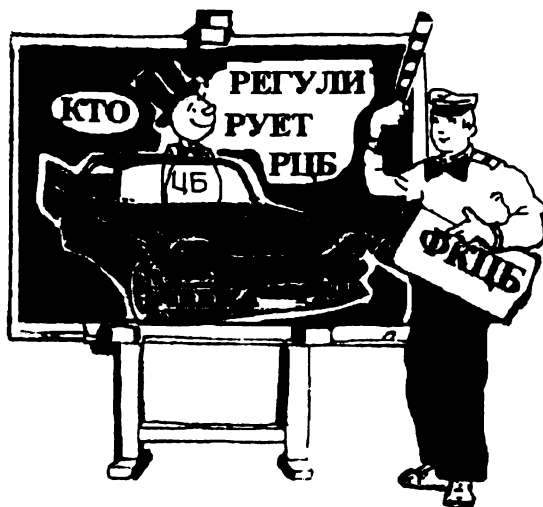
солютно необходимо, и делегирует часть своих полномочий и функций саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка.

4. Принцип равных возможностей, означающий:

- стимулирование государством конкуренции на рынке через отсутствие преференций для его отдельных участников;
- равенство всех участников рынка перед регулирующими органами;
- гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке;
- отсутствие преимуществ у государственных предприятий, функционирующих на рынке, перед коммерческими;
- запрет государственным органам давать публичные оценки профессиональным участникам рынка;
- отказ от государственного регулирования цен на услуги участников рынка (за исключением компаний-реестродержателей).

5. Принцип преемственности государственной политики на РЦБ, означающий последовательность государственной политики и ее приверженность складывающейся российской модели рынка.

6. Ориентация на мировой опыт регулирования РЦБ.



3. ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В России предпринимательская деятельность на финансовом рынке развивалась в условиях слабого законодательного регулирования. В то же время за период 1990–1994 гг. при отсутствии закона о ЦБ было выпущено более 200 только основных нормативных актов, в том числе правительством — 30, президентом — 43, парламентом — более 20, министерством финансов — 50, центральным банком — более 20, Госкомимущества — более 30. Это привело к тому, что правовая база не была систематизирована должным образом, нормативные акты не имели необходимой степени детальности и непротиворечивости, несли на себе отпечаток противоречивых интересов различных государственных ведомств. Отсутствие правовых понятий и регулирования манипулирования ценами создало условия для многочисленных злоупотреблений и мошенничества на финансовом рынке в начале 1990-х гг.

Основные законодательные акты по регулированию российского РЦБ:

- Гражданский кодекс РФ, части I и II (1995–1996 гг.);
- Закон «О банках и банковской деятельности» (1990 г.);
- Закон «О Центральном банке Российской Федерации» (1995 г.);
- Закон «О приватизации гос. предприятий в РСФСР» (1991 г.);
- Закон «О товарных биржах и биржевой торговле» (1992 г.);
- Закон «О валютном регулировании и валютном контроле» (1992 г.);
- Закон «О государственном внутреннем долге РФ» (1992 г.);
- Закон об акционерных обществах (1996 г.);
- Закон о рынке ценных бумаг (1996 г.).

За период с 1992 г. выпущено более 50 указов Президента РФ, которыми в основном и регулируется российский рынок ЦБ.

Если оценивать законодательную базу в целом, то она отличается уклоном в формальную (регистрация, лицензирование, аттестация и т. п.), а не содержательную (предупреждение банкротств, достаточность капиталов) сторону. Не развиты система санкций за нарушение законодательства по ЦБ, процедурная сторона административных расследований, возбуждения обвинений против участников фондового рынка.

4. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Основные *принципы государственного регулирования фондового рынка* заключаются в следующем:

- сочетание функционального и институционального регулирования по вопросам организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;
- использование подконтрольных государству механизмов саморегулирования рынка;
- разделение полномочий по регулированию рынка между Российской Федерацией и ее субъектами, а также между различными органами исполнительной власти;
- приоритет в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций;
- приоритет в развитии инфраструктурных организаций;
- максимальное снижение и разделение рисков;
- поддержка конкуренции на рынке;
- предотвращение конфликтов интересов при совмещении различных видов профессиональной деятельности.

На российском РЦБ государство выступает в качестве: 1) эмитента при выпуске государственных ЦБ; 2) инвестора при управлении крупными портфелями акций промышленных предприятий; 3) профессионального участника при торговле акциями в ходе приватизационных аукционов; 4) регулятора при написании законодательства и подзаконных актов; 5) верховного арбитра в спорах между участниками рынка через систему судебных органов.

Система государственного регулирования рынка включает:

- государственные и иные нормативные акты;
- государственные органы регулирования и контроля.

Формы государственного управления рынком можно разделить на:

- прямое, или административное, управление;
- косвенное, или экономическое, управление.

Административное управление находит свое отражение в основных методах регулирования рынка. Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», к ним относятся:

- 1) установление обязательных требований и стандартов деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка;
- 2) регистрация выпусков ЦБ и проспектов эмиссии и контроль за соблюдением эмитен-

тами условий и обязательств, предусмотренных в них; 3) лицензирование деятельности профессиональных участников рынка; 4) создание системы защиты прав владельцев ЦБ и контроль за соблюдением прав эмитентами и участниками рынка; 5) пресечение деятельности лиц, осуществляющих деятельность на фондовом рынке без соответствующих лицензий.

Экономическое управление РЦБ осуществляется государством через находящиеся в его распоряжении экономические рычаги и капиталы: 1) систему налогообложения (ставки налогов, льготы и освобождение); 2) денежную политику (процентные ставки, минимальный размер заработной платы и др.); 3) государственные капиталы (госбюджет, внебюджетные фонды финансовых ресурсов и др.), государственную собственность и ресурсы.

5. НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

В соответствии со ст. 130 Гражданского кодекса РФ ценные бумаги признаются движимым имуществом, поэтому налогообложение операций с ЦБ регулируется Законом РФ от 27 декабря 1991 г. «О налоге на прибыль предприятий и организаций» (с изменениями и дополнениями), в котором, в частности, сказано, что прибыль от реализации основных средств и иного имущества предприятия определяется для целей налогообложения как разница между продажной ценой и первоначальной или остаточной стоимостью этих фондов и имущества. Убыток от реализации ЦБ не уменьшает налогооблагаемую базу. Прибыль от реализации ЦБ облагается налогом по общеустановленной ставке.

Порядок налогообложения имущества предприятий. Согласно Закону РФ «О налоге на имущество предприятий» от 25 апреля 1995 г., ЦБ, находящиеся на балансе предприятия, не включаются в предмет налогообложения.

Налог на добавленную стоимость. В соответствии с Законом РФ «О налоге на добавленную стоимость» от 6 декабря 1991 г., ст. 5, подп. «ж», от НДС освобождаются операции, связанные с обращением ЦБ (акций, облигаций, сертификатов, векселей и др.), за исключением брокерских и иных посреднических услуг.

Регистрация проспекта эмиссии. В соответствии с Законом «О внесении изменений и дополнений в закон РСФСР “О налоге на операции с ценными бумагами”» от 18 октября 1995 г., ставка налога для ре-

гистрации проспекта эмиссии составляет 0,8% от номинальной суммы выпуска. Полностью освобождаются от налога выпуск первичной эмиссии АО или увеличение уставного капитала на величину переоценки основных фондов, производимой по решению правительства РФ.

Налогообложение доходов и прибыли, получаемой от ЦБ. В настоящее время прибыль предприятия облагается налогом 15%, а для банков, бирж, брокерских контор — 18%.

В соответствии с Законом от 10 января 1997 г. «О внесении изменений и дополнений в Закон РФ “О налоге на прибыль предприятий и организаций”» доход по векселям (кроме выпускаемых субъектами федерации, федеральными или местными органами власти) независимо от того, процентный это или дисконтный вексель, облагается в общем порядке по ставке 35%, причем плательщиком налога выступает не источник выплаты, а получатель дохода.

Налогообложение доходов физических лиц, получаемых от ЦБ. С 1 января 1998 г. введены следующие ставки подоходного налога с облагаемого совокупного дохода физических лиц, полученного в календарном году. При доходе до 20 тыс. руб. налог взимается по минимальной ставке 12%; при доходе от 20 до 40 тыс. руб. — 2400 руб. + 15% с суммы, превышающей 20 тыс. руб.; от 40 до 60 тыс. руб. — 5400 руб. + 20% от суммы, превышающей 40 тыс. руб.; от 60 до 80 тыс. руб. — 9400 руб. + 25% от суммы, превышающей 60 тыс. руб.; от 80 до 100 тыс. руб. — 14400 руб. + 30% с суммы, превышающей 80 тыс. руб.; от 100 тыс. руб. — 20400 руб. + 35% от суммы, превышающей 100 тыс. руб.

Налогообложение дивидендов и процентов. Доходы по дивидендам и процентам от принадлежащих физическому лицу ЦБ включаются в совокупный налогооблагаемый доход физического лица. Предприятия обязаны ежеквартально сообщать в налоговые органы сведения о таких доходах и удерживать суммы подоходного налога, подлежащие включению в налоговую декларацию.

Налогообложение доходов от продажи ЦБ. В соответствии с Законом от 23 декабря 1994 г. «О подоходном налоге с физических лиц» эти доходы включаются в совокупный налогооблагаемый доход в том случае, если этот доход тысячекратно превышает размер минимальной заработной платы. Если такой доход получен частным предпринимателем, он сообщает об этом не в конце года, а в конце квартала, если физическим лицом — по окончании года в своей декларации о доходах.

Не включаются в совокупный доход следующие виды доходов от ЦБ:

- проценты по вкладам в банк, если они не превышают ставку рефинансирования, действующую в течение периода существования вклада;
- дивиденды, если они инвестируются внутри предприятия на техническое вооружение;
- ЦБ, полученные гражданами в дар или по наследству;
- стоимость дополнительно полученных акций при переоценке основных фондов АО или разница между новой и первоначальной стоимостью;
- проценты по государственным ЦБ, а также по облигациям и ЦБ органов местного самоуправления;
- доходы от сберегательных сертификатов, если доходы по ним не превышают ставку рефинансирования.

Налогообложение от операций с государственными ЦБ. В настоящее время доходы физических лиц от операций с государственными ЦБ (ГКО, ОФЗ, ОГСЗ) не облагаются. Что касается юридических лиц, то совместным письмом Центробанка РФ, Минфина РФ, Госналогслужбы РФ от 04.02.97 г. «О порядке применения статей 2, 9 и 10 Закона РФ «О налоге на прибыль предприятий и организаций»» при совершении операций с государственными ЦБ, эмитированными после вступления в силу Закона РФ от 10 января 1997 г., установлено, что доходы не подлежат обложению налогом на прибыль и облагаются налогом на доход по ставке 15%. Доходы по государственным ЦБ образуются у продавца (владельца) ЦБ от операций с указанными ЦБ, включая переоценку, продажу, погашение.

6. СТРУКТУРА ОРГАНОВ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Высшие органы государственной власти:

Государственная Дума издает законы, регулирующие РЦБ;

Президент издает указы, поскольку законы принимаются довольно медленно и развитие РЦБ в России осуществляется в основном в соответствии с этими указами; главная их цель — осуществление экономической реформы;

Правительство выпускает постановления, обычно в развитие указов президента.

Государственные органы регулирования министерского уровня:

Федеральная комиссия по РЦБ играет ключевую роль в регулировании фондового рынка согласно закону «О рынке ценных бумаг» и

положению о Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (утверждено Указом Президента РФ № 1009 от 1 июля 1996 г.). К числу важнейших функций ФК ЦБ относятся: а) разработка основных направлений развития рынка и координация деятельности органов исполнительной власти по вопросам его регулирования; б) утверждение стандартов и проспектов эмиссии ЦБ; в) утверждение требований к правилам профессиональной деятельности на рынке; г) установление требований к операциям с ЦБ; д) установление требований к ведению реестров именных ЦБ; е) лицензирование отдельных видов профессиональной деятельности на фондовом рынке; ж) лицензирование саморегулируемых организаций профессионалов фондового рынка; з) обеспечение раскрытия информации о деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка; и) утверждение квалификационных требований к персоналу участников рынка.

Сейчас ФК ЦБ по мере создания организационной структуры на местах берет на себя основную нормотворческую и контрольную работу по регулированию РЦБ.

Министерство финансов РФ — министерство в составе правительства регистрирует выпуски ЦБ корпораций (кроме кредитных организаций), субъектов федерации и органов местного самоуправления, лицензирует фондовые биржи, инвестиционные компании, инвестиционные фонды, устанавливает правила бухгалтерского учета операций с ЦБ, осуществляет выпуск государственных ЦБ и регулирует их обращение.

Центральный банк РФ — федеральный орган, регистрирует выпуски ЦБ кредитных организаций, осуществляет операции и регулирует порядок осуществления кредитными организациями операций на открытом РЦБ, ломбардного кредитования и переучета векселей, устанавливает и контролирует антимонопольные требования к операциям на РЦБ кредитных организаций, регулирует деятельность клиринговых организаций и организаций, производящих безналичные расчеты по сделкам с ЦБ (в том числе депозитариев), контролирует экспорт и импорт капитала.

Государственный комитет по антимонопольной политике устанавливает антимонопольные правила и осуществляет контроль за их исполнением.

Госстрахнадзор регулирует особенности деятельности на РЦБ страховых компаний.

Как следует из данного перечня органов государственного регулирования и их функциональных обязанностей, все они в основном осу-

ществляют прямое управление РЦБ, которое состоит в разработке норм и правил и контроля за их выполнением. Кроме этого, государство осуществляет и косвенное, или экономическое, управление РЦБ. В настоящий момент преобладающим является косвенное регулирование РЦБ:

- контроль за денежной массой в обращении и объемом предоставления кредитов с помощью влияния на ставки ссудного процента;
- изменения в налогообложении и сроках амортизационных отчислений;
- гарантии правительства (по депозитам, кредитам, займам частного сектора);
- внешнеэкономическая (операции с иностранной валютой, мероприятия по стимулированию экспорта, валютные ограничения и т. д.) и внешнеполитическая деятельность (развитие или свертывание политических контактов, военные действия и пр.).

Определенное влияние на курс акций оказывает динамика курса доллара, что подтверждает внешнемировую интегрированность России.

7. САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Саморегулируемые организации РЦБ — некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками РЦБ на добровольной основе с целью регулирования определенных аспектов рынка на основе государственных гарантий поддержки, выражающихся в присвоении им государственного статуса саморегулируемой организации. Их количество и направления деятельности должны устанавливаться государством, так как один и тот же предмет саморегулирования не может регулироваться сразу двумя или более однотипными органами.

Права саморегулируемой организации:

- разработка правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке;
- подготовка профессиональных кадров, установление требований, обязательных для работы на данном рынке;
- контроль за соблюдением участниками рынка установленных правил и нормативов;
- информационная деятельность на рынке;
- обеспечение представительства (защиты) интересов участников рынка в государственных органах управления.

Саморегулируемыми организациями обычно являются организаторы РЦБ (биржи) и общественные объединения различных групп профессиональных участников.

До принятия закона «О рынке ценных бумаг» в российской практике отсутствовала юридическая основа для саморегулируемых организаций, однако различного рода объединения участников рынка имелись в виде ассоциаций (союзов) фондовых бирж, регистраторов и депозитариев, других профессиональных участников фондового рынка России.

Основные проблемы в этой области заключаются не в самом факте регулирования, а в конкретных способах и формах, которыми оно должно осуществляться. Учитывая, что наше государство само является крупным акционером, необходимо иметь механизм общественного (независимого) контроля и регулирования РЦБ.

В 1994 году началась реорганизация системы регулирования РЦБ, в рамках которой функции утверждения стандартов и правил, а также в ряде случаев лицензирования и контроля переходят к ФК ЦБ при правительстве Российской Федерации. Исполнение и контроль за исполнением законов в сфере РЦБ должны стать функцией прежде всего саморегулируемых организаций профессиональных участников РЦБ, а также в отдельных случаях заинтересованных министерств и ведомств, региональных комиссий по ценным бумагам.

В соответствии с действующим законодательством саморегулирующиеся организации могут создаваться в следующих формах:

- ассоциации;
- профессиональные союзы;
- профессиональные общественные организации.

В течение 1995–1996 гг. предпринимались необходимые меры для выведения из обращения ряда ненадежных ЦБ, прежде всего предъявительских акций, свидетельств о депонировании акций (СДА), а также казначейских обязательств. В целях расширения рынка государственных ЦБ был осуществлен ряд мер по развитию рынка ГКО:

— кардинальное расширение круга первичных дилеров (банковских и небанковских структур, резидентов и нерезидентов);

— расширение круга участников вторичной торговли — допуск без ограничений всех профессиональных участников РЦБ, включая нерезидентов;

— организация внебиржевой торговли государственными ЦБ;

— расширение круга инвесторов;

— улучшение системы депозитарного обслуживания.

Для смешанного финансирования инвестиционных проектов в рамках федеральных инвестиционных программ будут использоваться схемы государственных гарантий под ЦБ, эмитируемые частными инвесторами.

Крупнейшей саморегулируемой организацией России, объединяющей около семисот компаний, предоставляющих брокерско-дилерские услуги, является НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка). Ассоциация была учреждена в 1995 г. компаниями — членами четырех региональных ассоциаций брокеров-дилеров, сейчас ее представительства имеются в 14 городах России. В 1997 г. НАУФОР получила от ФК ЦБ России лицензию саморегулируемой организации, деятельность которой направлена на: 1) выработку и поддержание стандартов профессиональной этики на фондовом рынке, создание условий высокопрофессиональной деятельности на фондовом рынке; 2) контроль за деятельностью профессиональных участников РЦБ, ходатайство перед ФК ЦБ о выдаче лицензий, защиту интересов клиентов операторов фондового рынка; 3) совершенствование функционирования фондового рынка.

НАУФОР является некоммерческой организацией, которая управляется советом директоров и профильными комитетами, состоящими из представителей фирм — членов ассоциации. В рамках ассоциации существует третейский суд НАУФОР, который принимает к рассмотрению дела не только членов ассоциации, но и других заинтересованных лиц.

8. ИНФОРМАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Субъекты информационной инфраструктуры. Возможность получения объективной и исчерпывающей информации о работе участников фондового рынка является важнейшим элементом системы мер по защите прав инвесторов и акционеров, поэтому в законодательстве особое внимание уделено вопросам обеспечения информационной открытости (прозрачности) на российском фондовом рынке. В законе «О рынке ценных бумаг» дается перечень сведений, которые должны раскрывать профессиональные участники рынка, а также определение служебной (инсайдерской) информации и сделок, совершаемых с использованием служебной информации.

Первичную информацию о курсах акций и текущей стоимости облигаций, объемах торгов, условиях купли-продажи отдельных ЦБ предоставляют биржи или внебиржевые электронные торговые системы, например, *РТС (Российская торговая система)* — внебиржевая электронная торговая система, в которой торгуют акциями приблизительно 100 компаний. Сводки котировок РТС ежедневно публикуются в газетах и распространяются информационными агентствами.

Помимо первичной информации, важно иметь и вторичную (результаты анализа рынка, расчет и сравнение доходности различных инструментов, анализ поведения индексов, прогноз движения рынка), которую предоставляют *специализированные информационно-аналитические агентства*.

AK&M (Анализ. Консультации. Маркетинг). Агентство обладает базой данных о котировках акций, эмитентах ЦБ (около 2000) и брокерских фирмах (500), сотрудничает с такими СМИ, как «Финансовая газета», «Экономика и жизнь», «Финансовое обозрение», «Рынки капиталов» и др. Информация распространяется в печатном виде, на дискетах и по сети «Релком».

Агентство производит расчет индексов акций банков (по 10 банкам) и приватизированных предприятий (30 крупнейших предприятий девяти отраслей) и сводного индекса (по котировкам 30 вышеупомянутых эмитентов, входящих в расчет банковского и промышленного индексов, плюс 10 предприятий торговли, транспорта и связи). Используя ту же методику, агентство рассчитывает 9 отраслевых индексов: нефтегазодобыча, нефтехимия, цветная и черная металлургия, энергетика, транспорт, лесная промышленность, машиностроение, связь.

AK&M специализируется на сборе и анализе информации по внебиржевому рынку ЦБ и периодически готовит аналитические отчеты по отдельным отраслям, предприятиям и субъектам федерации. Ценовая информация с внебиржевого рынка собирается путем телефонного опроса 499 брокерских фирм — респондентов агентства.

Чтобы стать респондентом агентства, необходимо: 1) предоставить копию лицензии Минфина на брокерско-дилерскую деятельность; 2) предоставить рекомендацию одного участника базы данных агентства; 3) подписать договор с агентством об ответственности за предоставление недостоверных котировок.

Агентство следит за регулярностью представления информации. Московские брокеры согласно контракту обязаны представлять информацию раз в неделю, региональные брокеры — два раза в месяц. Компании, систематически не исполняющие свои обязательства по своевре-

менному предоставлению информации, подвергаются штрафным санкциям.

Интерфакс является одним из крупнейших независимых частных агентств России. Это холдинговая компания, головная компания которого держит контрольные пакеты 15 компаний в девяти странах мира. Агентство занимается сбором всех экономических и финансовых новостей со всего мира. Оно выпускает различные бюллетени, наиболее популярные из которых — «Интерфакс-Финансы», «Фондовый рынок», «Интерфакс-Бизнес».

Агентство обладает собственной методикой расчета отраслевых индексов: индекс нефти и газа, индекс предприятий металлургии, банковский индекс. Агентство готовит аналитические обзоры по любым вопросам финансовых рынков. Количество респондентов агентства невелико — около 20 ведущих инвестиционных компаний и банков, четкой процедуры листинга не существует, агентство работает только с крупнейшими операторами РЦБ. Респонденты предоставляют ценовую информацию ежедневно. Агентство имеет только устную договоренность об ответственности за предоставление респондентами недостоверной информации.

Росбизнесконсалтинг. Агентство собирает макроэкономическую информацию, информацию по валютному рынку. Подписчикам предоставляются следующие информационные бюллетени: «Информация. Анализ. Комментарии» (ежедневно) — информация о международных и российских финансовых рынках; «Фондовый рынок» (ежедневно) — информация с Нью-Йоркской фондовой биржи, ставки по депозитным сертификатам и векселям в банках Москвы, итоги торгов на фондовых биржах России. Информационно-аналитический выпуск «Итоги недели» поставляется в качестве бесплатного приложения. Агентство предоставляет информационные бюллетени в бумажном, дискетном виде и по различным компьютерным сетям, за исключением «Интернет». Агентство работает со СМИ: радиостанцией «Европа-Плюс» и газетой «Деловой мир».

Респонденты агентства — 100 инвестиционных компаний и банков. В базе данных агентства около 4000 эмитентов — банки, приватизированные предприятия, торговые, инвестиционные и венчурные компании, процедуры листинга для них практически не существует. Сомнительные компании должны предоставлять проспект эмиссии и согласие 10 брокеров торговать их акциями.

Рыночные показатели. Информационно-аналитические агентства рассчитывают и публикуют большое количество различных показателей. Среди них:

Рыночная капитализация компаний

$$C = P \times n,$$

где P — текущая рыночная стоимость акции, n — общее количество акций;

Доходность акции

$$Y = \frac{D}{P},$$

где D — сумма дивидендов, выплаченная на одну обыкновенную акцию;

Коэффициент ожидания рынка в отношении к данным акциям

$$K_O = \frac{np}{ns},$$

где np — число заявок на покупку данных акций, ns — число заявок на продажу;

Коэффициент интереса к данным акциям

$$K_I = \frac{ns}{n},$$

где n — общее число заявок на покупку на рынке;

Коэффициент стабильности курса акций

$$K_S = \frac{P_s - P_p}{\frac{P_s + P_p}{2}},$$

где P_s и P_p — цена продажи и покупки данной акции соответственно.

В финансовой прессе публикуется огромное количество средних и специальных индексов фондового рынка, вот лишь некоторые из российских индексов: РТС, АК&М, «Коммерсант», «МН» и др.

Все индексы определяются по-разному. Правильно составленный индекс отражает цены всех ЦБ в рассматриваемой выборке. Плохо продуманный индекс дает ошибочные показатели для непредставительной совокупности ЦБ. При выборе индекса учитываются следующие факторы:

1. **Размер выборки.** Выборка должна представлять достаточно большую часть изучаемой совокупности бумаг, так как большие выборки более надежны. Хорошо известный средний промышленный индекс Доу-Джонса строится на небольшой выборке из 30 акций, хотя на Нью-

Йоркской фондовой бирже котируется примерно 1700 акций. С другой стороны, если выборка слишком велика, расчеты могут оказаться слишком дорогостоящими.

2. Представительность. Выборка должна быть представительной. Например, индекс Доу-Джонса построен на непредставительной выборке акций, в которую входят лишь крупные, высококлассные фирмы. В результате это индекс дает мало информации о том, что происходит с мелкими фирмами, котирующимися на бирже.

3. Вес. Каждому элементу в выборке должен быть присвоен вес, соответствующий инвестиционным возможностям в изучаемой совокупности. Вес отдельной ЦБ можно принять пропорциональным рыночной капитализации компаний в выборке, поделенной на рыночную стоимость всех ЦБ на рынке. Такое взвешенное значение индекса отражает существующие инвестиционные возможности в любой момент времени. Например, комбинированный S&PA по 500 акциям — это взвешенный по капитализации индекс.

Индексы с равномерно распределенными весами представляют собой инвестиционную стратегию неквалифицированной покупки.

4. Единицы измерения. Индекс должен быть выражен в единицах, понятных и облегчающих анализ акций. Индекс Доу-Джонса является примером индекса, выражаемого в неподходящих единицах.

5. Вычисление среднего. Многие показатели фондового рынка вычисляются как среднеарифметические значения. Среднегеометрические значения дают более низкие, но и более устойчивые цифры по той же выборке ЦБ.

Рассчитаем изменение значений трех различных индексов: I_c — взвешенного по капитализации компаний, I_p — взвешенного по цене акции и I_e — равновзвешенного индекса для акций трех компаний, представленных в таблице, за период с 1 июля 1992 г. по 1 июля 1996 г.

Название эмитента	Число акций в выпуске	Рыночная стоимость акций на начало периода	Рыночная стоимость акций на конец периода	Изменение цены в процентах
A	60 000	30	45	50
B	20 000	25	80	220
C	90 000	65	85	31

Используя данные таблицы, рассчитаем сначала изменение I_c . Рыночная капитализация компаний на начало периода равна:

$$60\,000 \times 30 + (20\,000 \times 25) + (90\,000 \times 65) = 8\,150\,000.$$

На конец периода, соответственно, — 11 950 000.

Изменение индекса составит:

$$I_{c2}/I_{c1} = 11950000 / 8150000 = 1,4663 \text{ (46,63\%)}$$

Изменение I_p рассчитывается иначе:

$$I_{p1} = 30 + 25 + 65 = 120,$$

$$I_{p2} = 45 + 80 + 85 = 210,$$

$$I_{p2} / I_{p1} = 1,75 \text{ (75\%)}$$

Изменение равновзвешенного индекса:

$$I_e = (50 + 220 + 31) / 3 = 100,33\%.$$

Как видно из таблицы, представленной ниже, наибольшие изменения претерпел равновзвешенный индекс, а наименьшие — индекс, взвешенный по капитализации компаний в выборке. Это объясняется тем, что акции компании, имеющей наибольшую рыночную капитализацию, меньше всего изменились в цене.

Название эмитента	Изменение цены в %	Значение индекса
A	50	$I_c = 46,63\%$
B	220	$I_p = 75\%$
C	31	$I_e = 100,33\%$

Методика расчета индекса Российской торговой системы (РТС).

Индекс РТС рассчитывается как взвешенный по капитализации входящих в него компаний и является единственным официальным индикатором Российской торговой системы. Индекс РТС рассчитывается по результатам работы системы в течение одного торгового дня.

Индекс на текущую дату (I_n) рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации (MC_n) акций, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации MC_{n-1} этих же акций на предыдущую ($n - 1$) дату:

$$I_n = I_{n-1} \frac{MC_n}{MC_{n-1}}$$

MC_n — сумма рыночных капитализаций акций на текущую дату:

$$MC_n = \sum_{i=1}^N K_{ni} \times P_{ni},$$

где K_{ni} — количество обыкновенных акций, выпущенных i -м эмитентом на текущую дату, P_{ni} — цена акции i -го эмитента на текущую дату, N — число акций в списке, по которому рассчитывается индекс.

Цена акции на текущую дату определяется как среднее значение цены по сделкам, совершенным в течение данного торгового дня, т. е. суммарный объем в денежном выражении (Q_1) делится на суммарное количество проданных акций (Q_2):

$$P_n = \frac{Q_1}{Q_2}.$$

Если на текущую дату сделок по данной акции в системе не совершалось, цена акции определяется как среднее арифметическое максимальной твердой котировки на покупку P_{bid} и минимальной твердой котировки на продажу P_{ask} на момент закрытия торгов (методика «вспышки» в произвольный момент за период с 17.00 до 18.15, выбранный оператором):

$$P_n = \frac{P_{bid} + P_{ask}}{2}.$$

В случае отсутствия твердых котировок на продажу/покупку в качестве цены акции берется максимальная твердая котировка на покупку P_{bid} (минимальная твердая котировка на продажу P_{ask}).

Цена акции устанавливается в долларах США. Если оператор рынка устанавливает цену в рублях, то при расчете индекса она пересчитывается в доллары по курсу ММВБ на соответствующий день.

Мощность индекса является плавающей. Список обыкновенных акций, включенных в расчет индекса, полностью совпадает со списком акций, по которым маркет-мейкеры в РТС выставляют твердые двухсторонние котировки (листинг маркет-мейкеров).

При изменении списка акций на дату n индекс рассчитывается с использованием капитализации (MC_n) по новому списку. Для предотвращения скачка, обусловленного расчетами по новому списку, производится расчет капитализации (MC_{n-1}) по новому списку на дату $(n-1)$. Значение MC_{n-1} используется в качестве капитализации предыдущего дня:

$$I_n = I_{n-1} \frac{MC_n}{MC_{n-1}}.$$

Общий контроль и внесение изменений в методику расчета индекса осуществляется информационным комитетом НАУФОР.

Раздел III

ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 5. СУЩНОСТЬ И СТРУКТУРА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Экономическая сущность ценных бумаг. Фиктивный капитал.
2. Свойства ценных бумаг.
3. Классификация ценных бумаг.
4. Основные виды ценных бумаг.

1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ. ФИКТИВНЫЙ КАПИТАЛ

ЦБ являются одним из великих изобретений человеческой мысли, не менее значимым, чем изобретение колеса или паровой машины в технике. Появление ЦБ, также как и денег, было связано с развитием торговли, где, по существу, они выступали финансовым инструментом, облегчающим обмен товарами и решение других экономических задач.

Вспомним из экономической теории известную формулу экономического процесса: «Товар — Деньги — Товар». Как отметил К. Маркс, в этом процессе деньги выступают капиталом, т. е. деньгами, которые приносят новые деньги. В переводе с латинского слово «капитал» означает «главный», что соответствует его месту в экономическом процессе.

Организация экономического процесса заключается и в организации движения денег от одного лица (юридического или физического) к другому. Как уже упоминалось выше (тема 1, раздел 1), хозяйственная практика выработала два основных способа движения денег на финансовом рынке — кредитование через специализированные финансовые институты (банки) или выпуск в обращение ЦБ, которые при этом продаются и покупаются как товар. Участники этого процесса вступают между собой в многочисленные отношения по поводу передачи денег и товаров, которые определенным образом фиксируются, оформляются, закрепляются в виде определенных документов — ЦБ. В этом смысле ЦБ представляют собой такую форму фиксации рыночных отношений между участниками рынка, которая сама становится объектом этих отношений.

Поскольку и деньги, и товар есть разные формы существования капитала, то экономическое определение ЦБ можно выразить следующим образом: *ЦБ — это форма существования капитала, отличная от*

его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход.

Основатель классической школы экономической теории А. Смит считал, что главное свойство капитала — приносить доход своему владельцу. Марксистское направление экономической теории рассматривало капитал как самовозрастающую стоимость. Представитель субъективно-психологической школы Э. Бем-Баверк ввел в определение величины капитала временной фактор, подчеркнув то обстоятельство, что доход на капитал зависит от времени производственного цикла, или «периода ожидания». А. Маршалл (неоклассическая школа) сформулировал два различных подхода к капиталу — на уровне микроэкономики и макроэкономики. Так, капитал на уровне микроэкономики, по его определению, — это та часть богатства индивидуума, которая независимо от способа и сферы применения может быть использована для получения дохода. Развил теорию капитала Дж. М. Кейнс, по его определению капитал — это богатство, способное приносить больший доход, чем в случае его альтернативного использования в денежной форме для получения банковского процента.

В этом случае у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в форме ЦБ. Экономический смысл этого положения проявляется в том, что становится возможным отделить собственность на капитал от самого капитала и включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для самой экономики.

Экономический феномен использования ЦБ с развитием финансово-кредитных отношений проявляется в том, что в экономическом процессе одновременно участвует сам капитал и права на него, т. е. один и тот же капитал существует в различных формах, фактически удваивается, а в ряде случаев и утраивается. Очевидно, что использование этого экономического феномена открывает большие возможности для развития экономики, когда один и тот же капитал в различных формах может работать в разных сферах, несмотря на то, что часть его фиктивна.

Привлеченный в виде ЦБ денежный капитал называется *фиктивным капиталом*.

Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке приводит к резкому отрыву рыночной стоимости ЦБ от балансовой. Накопление фиктивного капитала протекает по своим законам и качественно отличается от накопления денежного капитала. В то же время эти процессы взаимодействуют, и биржевые крахи негативно отражаются на процессе накопления денежного капитала. При нарушении сбалансированности спроса и предложения на капитал в результате экономической конъюнктуры деньги начинают вкладываться туда, где можно получить доход в виде процентов или дивидендов.

2. СВОЙСТВА ЦЕННЫХ БУМАГ

Экономическая наука рассматривает все, что окружает человека, как ресурсы, а саму его деятельность — как использование ресурсов с разной степенью эффективности. Имущественные права на эти ресурсы могут существовать в самостоятельной вещной форме — в виде ЦБ. Как уже отмечалось, каждому виду ресурсов соответствуют свои ЦБ, которые могут продаваться и покупаться, являться предметом собственности. Кроме того, сами ЦБ могут рассматриваться как ресурсы и покупаться на своем — фондовом рынке.

Поэтому некоторые экономисты (Миркин Я. М.) трактуют ЦБ как права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и имеющие собственную материальную форму в виде бумажного сертификата или записи на счетах.

Однако нет оснований считать контракт на поставку сырья, договор на аренду оборудования и т. п. ценными бумагами, поскольку условия этих сделок носят разовый характер, а передача прав обеспечивается составлением нового договора.

Ценными бумагами признаются только такие права на ресурсы, которые отвечают следующим фундаментальным требованиям:

- **Обращаемость** — способность покупаться и продаваться на РЦБ, а также во многих случаях выступать в качестве платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.
- **Доступность для оборота** — возможность не только продаваться и покупаться, но и быть доступными для всех видов гражданских отношений (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т. п.).
- **Стандартность и серийность** — стандартное содержание (по правам, участникам, срокам, месту и правилам торговли), придающее ЦБ свойства обращаемого товара.
- **Документальность** — возможность ЦБ выпускаться однородными сериями и группами. ЦБ — это всегда документ, существующий в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи. Только документ может зафиксировать стандартные условия обращения и использования ЦБ, быть доказательством доступа инвестора к указанным правам. Как документ, ЦБ должна содержать определенные реквизиты: так, отсутствие на векселе хотя бы одного из обязательных реквизитов переводит его в разряд долговой расписки, регулируемой уже общегосударственным законодательством.
- **Регулируемость и признание государством.** Выполнение этого требования важно для поддержания общественного доверия.

- **Рыночность** (обращаемость) указывает на то, что ЦБ существует как особый товар, который должен иметь соответствующий рынок с присущей ему организацией и правилами работы.

- **Ликвидность** — способность продаваться и превращаться в денежные средства в наличной и безналичной форме. Тут нужно отличать ликвидность ЦБ от:

- ликвидности фондового рынка в целом как способности поглощать значительные массивы ЦБ при незначительных колебаниях курсовой стоимости и низких издержках на реализацию;

- готовности превращения в денежные средства активов предприятия с целью выполнения обязательств перед кредиторами.

- **Риск** — неизбежно присущая возможность потерь при инвестировании, поскольку это сфера вторичная и более чувствительная к воздействию неблагоприятных факторов.

- **Обязательность исполнения** — по российскому законодательству не допускается отказ от исполнения обязательств по ЦБ, если только не будет доказано, что она попала к держателю неправомерным путем.

ЦБ можно определить как специальным образом оформленные финансовые документы, в которых зафиксированы определенные права их владельца или предъявителя. Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации (ст. 142), *ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении.*

3. КЛАССИФИКАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

В зависимости от того, какие признаки положены в основу классификации, ценные бумаги можно подразделить на разные группы и виды. Существующие в современной мировой практике ЦБ делятся на два больших класса:

- 1) **основные** — в основе имущественные права на какой-либо актив, товар, ресурсы, деньги, капитал;

- 2) **производные** — бездокументарная форма выражения имущественного права (или обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ЦБ биржевого актива (т. е. это ЦБ на какой-либо ценовой актив: на цены биржевых товаров — зерно, нефть; на цены основных ЦБ — индексы акций, облигации; на цены кредитно-

го рынка — процентные ставки; на цены валютного рынка — валютные курсы): **фьючерсные контракты** и свободно обращающиеся **опционы**.

Основные ЦБ разбиваются на *первичные* (основаны на активах, куда не входят сами ЦБ) и *вторичные* (ЦБ, выпускаемые на основе первичных ЦБ: варранты, депозитарные расписки).

Ученые-экономисты (РЭА им. Плеханова) различают классификацию ЦБ и классификацию видов ЦБ по определенным характеристикам (признакам).

Временные характеристики:

- срок существования ЦБ: когда и на какой срок выпущена в обращение;
- происхождение ЦБ (что является первичной основой — товар, деньги или другие ЦБ).

Пространственные характеристики:

- формы существования: документарная или бездокументарная;
- национально-региональная принадлежность: отечественная или иностранная; региональная.

Рыночные характеристики:

- тип актива, лежащий в основе ЦБ, или ее исходная основа (Т, Д, совокупные активы фирмы и др.);
- порядок владения: ЦБ на предъявителя или конкретное лицо (физическое, юридическое);
- форма выпуска: эмиссионная — выпускаемая сериями, внутри которой все ЦБ одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная (индивидуальная);
- форма собственности и вид эмитента (государство, корпорация или частные лица);
- характер обращаемости: есть ли ограничения;
- экономическая сущность: в зависимости от предоставляемых ЦБ прав;
- уровень риска: высокий, невысокий и т. п.;
- наличие дохода: выплачивается по ЦБ доход или нет;
- форма вложения средств: инвестируются деньги в долг или приобретения прав собственности.

В соответствии с перечисленными характеристиками ЦБ можно составить следующую их классификацию:

Таблица 1

Классификация ценных бумаг

Классификационный признак	Виды ценных бумаг
Срок существования	Срочные / бессрочные
Происхождение	Первичные / вторичные
Форма существования	Документарные / бездокументарные
Экономическая сущность (вид прав)	Акции, облигации, векселя и др.
Тип использования	Инвестиционные / неинвестиционные
Порядок владения	Предъявительские / именные
Форма выпуска	Эмиссионные / неэмиссионные
Форма собственности	Государственные / корпоративные
Характер обращаемости	Свободнообращающиеся / нерыночные
Уровень риска	Малорисковые / безрисковые / рискованные
Наличие дохода	Доходные / бездоходные
Форма вложения средств	Долговые / долевые владельческие

Как писал К. Маркс: «ценные бумаги мы можем... разделить на две части: торговые бумаги... и публичные ценные бумаги, как, например, гос. облигации, всякого рода акции,— короче, бумаги, приносящие проценты и существенно отличающиеся от векселей»¹.

Если принять в расчет цели выпуска ЦБ, характер сделок, способы предоставления средств и выплаты доходов, то ЦБ можно подразделить на:

долевые (или имущественные) ЦБ — удостоверяющие факт внесения средств в капитал эмитента, право на долю имущества эмитента и право на получение дохода. Срок действия таких бумаг не ограничен (акции АО);

долговые ЦБ — удостоверяющие отношения займа между владельцем ЦБ (кредитором) и лицом, выпустившим ЦБ (заемщиком). Это все виды облигаций, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также закладные.

Следует сказать, что в федеральном законе РФ «О рынке ценных бумаг» акции и облигации объединены в группу «эмиссионных ценных бумаг». Такое объединение является довольно условным, т. к. общим для этих видов ЦБ является лишь процедура эмиссии. В то же время по своему экономическому содержанию акции и облигации имеют прин-

¹ К. Маркс. Капитал. Т. 3. С. 509.

ципиальные отличия друг от друга, и в мировой практике не используется понятие «эмиссионные ценные бумаги».

Производные ЦБ — иначе их можно назвать ЦБ второго порядка, они удостоверяют право их владельца на приобретение ЦБ первого порядка: это опционы, варранты, фьючерсные контракты, приватизационные чеки.

В зависимости от того, как реализуются права владельца, ЦБ можно подразделить на именные и предъявительские.

ЦБ на предъявителя не требуют какого-либо подтверждения прав владельца. Переход прав к новому владельцу осуществляется простой передачей ЦБ от одного владельца к другому.

Права владельцев именных ЦБ подтверждаются именем в тексте самой бумаги, а также записью в книге регистрации — реестре держателей ЦБ. В случае продаж или передачи таких ЦБ необходимо произвести изменение имени владельца в тексте бумаги и реестре держателей.

В Гражданском кодексе РФ выделяются еще *ордерные* ЦБ, которые можно считать разновидностью именных бумаг. Лицо, названное в ордерной бумаге, может либо само осуществить свои права, либо назначить своим распоряжением другое лицо, в отношении которого и будут осуществлены вытекающие из владения ЦБ права.

Почти все виды долевого, долговых и производных ЦБ могут быть как именными, так и на предъявителя.

В зависимости от установленного при их выпуске срока действия ЦБ их можно условно разделить на:

краткосрочные — финансовые требования со сроком действия до 1 года. Они продаются на денежном рынке, поэтому их называют «инструментами денежного рынка»;

долгосрочные ЦБ — срок действия более 1 года, продаются на рынке капиталов, называют «инструментами рынка капиталов».

Некоторые ученые-экономисты пошли дальше в углублении классификации и вводят понятие *среднесрочных* ЦБ со сроком обращения до 5–10 лет и *бессрочных* ЦБ с нерегламентированным сроком обращения, что принципиально их экономическую функцию не меняет.

Граница между краткосрочными и долгосрочными финансовыми инструментами является весьма условной. И все же такое деление оправдано. Инструменты денежного рынка служат прежде всего для обеспечения ликвидными средствами потребностей государства и краткосрочных потребностей сферы бизнеса, в то время как инструменты рынка капитала более тесно связаны с процессом инвестирования.

Дело в том, что инвестиции (и сбережения, как обратная сторона этого процесса) являются неотъемлемым атрибутом развивающейся экономики. Одни субъекты экономических отношений делают сбережения, а другие осуществляют реальные инвестиции. Рынок капитала как раз и обеспечивает связь, посредством которой сбережения субъектов с относительно избыточным капиталом превращаются в реальные капитальные активы (новое строительство и оборудование).

В развитой рыночной экономике объем ЦБ рынка капиталов обычно значительно выше, чем объем ЦБ денежного рынка. Так, например, в США объем долгосрочных финансовых инструментов в пять с лишним раз превышает объем денежного рынка. В России пока объем денежного рынка в силу сложившейся ситуации намного превышает объем рынка капиталов.

В зависимости от правового статуса эмитента ЦБ подразделяются на: 1) государственные; 2) муниципальные; 3) ЦБ государственных учреждений; 4) ЦБ прочих эмитентов.

Первые три вида ЦБ представлены бумагами в виде долговых обязательств, а ЦБ прочих эмитентов могут выпускаться еще и в виде долевых ЦБ.

В зависимости от способа выпуска ЦБ могут существовать как в форме обособленных документов, так и в виде записей на счетах. Так, например, в России государственные и муниципальные краткосрочные облигации выпускаются в форме записей на счетах уполномоченных банков.

4. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

Основные виды ЦБ определены ст. 143 Гражданского кодекса РФ.

Акция — единичный вклад в уставный капитал АО с вытекающими из этого правами.

Облигация — единичное долговое обязательство на возврат вложенной денежной суммы через установленный срок с уплатой или без уплаты определенного дохода.

Вексель — письменное денежное обязательство должника о возврате долга, форма и обращение которого регулируются специальным законодательством — вексельным правом.

Банковский сертификат — свободно обращающееся свидетельство о депозитном (сберегательном) вкладе в банк с обязательством последнего выплаты этого вклада и процентов по нему через установленный срок.

Чек — письменное поручение чекодателя банку уплатить чек-получателю указанную в нем сумму денег.

Коносамент — документ (контракт) стандартной (международной) формы на перевозку груза, удостоверяющий его погрузку, перевозку и право на получение.

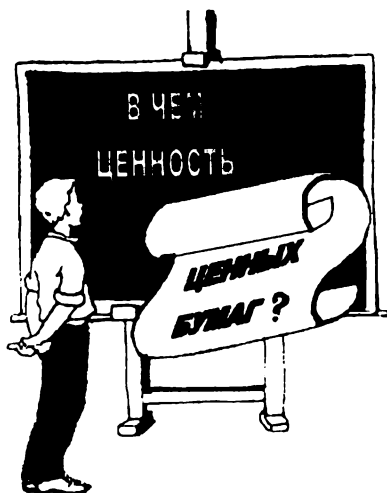
Варрант — а) документ, выдаваемый складом и подтверждающий право собственности на товар, находящийся на складе; б) документ, дающий его владельцу преимущественное право на покупку акций или облигаций какой-то компании в течение определенного срока времени по установленной цене.

Опцион — договор, в соответствии с которым одна из сторон имеет право, но не обязательство, в течение определенного срока продать (купить) у другой стороны актив по цене, установленной при заключении договора, с уплатой за это право определенной суммы денег (премии).

Фьючерсный контракт — стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки.

Ст. 2 Закона РФ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» определяет основные термины, используемые при эмиссии и обращении эмиссионных ЦБ.

Эмиссионная ЦБ — любая ЦБ, в т. ч. бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:



- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих безусловному осуществлению в установленных законом формах и порядке;
- размещается выпусками;
- имеет равные права и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ЦБ.

Тема 6. АКЦИИ

1. Общая характеристика.
2. Виды акций.
3. Дивиденд.
4. Стоимостная оценка акций.
5. Доходность акций.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Акции привлекают массовых инвесторов возможностью обеспечить определенный уровень текущего дохода, а также — «хорошо заработать» при резком изменении биржевого курса.

Под акцией обычно понимают ЦБ, которую выпускает АО при его создании, при преобразовании предприятия в АО, а также для мобилизации денежных средств при увеличении существующего уставного капитала. Поэтому акцию можно считать свидетельством о внесении определенной доли в уставный капитал.

В законе «О рынке ценных бумаг» дается следующее определение:

Акция — эмиссионная ЦБ, закрепляющая права ее держателя (акционера) на получение части прибыли АО в виде дивидендов, на участие в управлении и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Держателей (акционеров) можно разделить на:

- физических (частных);
- коллективных (институциональных);
- корпоративных.

За рубежом в 60–70-е годы основную долю инвесторов составляли частные инвесторы, к 90-м годам их доля существенно сократилась. Например, в Великобритании — с 70% до 20%. Объясняется это тем, что частный инвестор, обладая небольшим пакетом акций, не может

существенно повлиять на политику компании, поэтому свое несогласие с положением дел в АО он выражает тем, что продает свои акции. Институциональный инвестор, напротив, может играть активную роль в управлении АО, так как может обладать крупным пакетом акций. В зарубежной практике наиболее влиятельными коллективными инвесторами считают страховые компании, частные пенсионные фонды. В России пока основная масса — это индивидуальные инвесторы, получившие акции при приватизации госпредприятий, но все активнее проявляют себя и институциональные, в том числе и иностранные, которые могут преследовать самые разные цели, вплоть до конкурентной борьбы.

Акции обладают следующими свойствами:

- это титул собственности, т. е. держатель акции является совладельцем АО с вытекающими из этого правами;
- не имеют срока существования, т. е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует АО;
- ограниченная ответственность, т. к. акционер не отвечает по обязательствам АО, поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;



- неделимость, т. е. совместное владение акций не связано с делением прав между собственниками, они выступают как одно лицо;
- могут расщепляться и консолидироваться. При расщеплении одна акция превращается в несколько. Эмитентом это свойство может быть использовано для уменьшения предложения акций данного вида. При расщеплении не изменяется величина уставного капитала, у акционеров изымаются старые сертификаты и выдаются новые, в которых указывается, что они владеют большим числом акций. При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены.

Для эмитента выпуск акций удобен следующими положениями:

- АО не обязано возвращать инвесторам их капитал, вложенный в покупку акций;
- выплата дивидендов не гарантируется;
- размер дивидендов может устанавливаться произвольно независимо от прибыли, или вся прибыль может быть направлена на развитие производства.

Инвестора в акциях привлекает следующее:

- ♦ Право голоса в обмен на вложенный в акции капитал, возможность принять участие в управлении.
- ♦ Право на доход, т. е. на получение части прибыли АО в форме дивидендов.
- ♦ Прирост капитала, связанный с возможным ростом цены акций на РЦБ. По существу, это является основным мотивом приобретения акций, особенно в России в настоящее время.
- ♦ Дополнительные льготы для своих акционеров (скидки при приобретении продукции АО, льготы при пользовании услугами).
- ♦ Право преимущественного приобретения новых выпусков акций.
- ♦ Право на часть имущества АО, остающегося после его ликвидации и расчетов со всеми иными кредиторами.

Акция как формальный документ должна иметь обязательные реквизиты:

- 1) фирменное наименование акционерного общества и его местонахождение;
- 2) наименование ценной бумаги — «акция»;
- 3) ее порядковый номер;
- 4) дату выпуска;
- 5) вид акции (простая или привилегированная);
- 6) номинальную стоимость;

- 7) имя держателя;
 - 8) размер уставного фонда на день выпуска акций;
 - 9) количество выпускаемых акций;
 - 10) срок выплаты дивидендов и ставку дивиденда только для привилегированных акций;
 - 11) подпись председателя правления акционерного общества;
 - 12) место печати, предприятие — изготовитель бланков ЦБ.
- Возможно указание регистратора и его местонахождение и банка-агента, производящего выплату дивидендов.

Сертификат акций. При документарной форме выпуска акций возможна замена акции сертификатом, который представляет собой свидетельство о владении названным в нем лицом определенным количеством приобретенных им акций. Сертификат акций должен содержать те же реквизиты и указание о количестве акций. В некоторых нормативных документах сертификат акций относят к ЦБ, хотя это спорно, т. к. может привести к одновременному обращению как акций, так и их сертификатов.

2. ВИДЫ АКЦИЙ

В зависимости от порядка владения акции могут быть **именными и предъявительскими**.

Согласно федеральному закону об АО, «все акции общества являются именными», т. е. владелец акции должен быть внесен в реестр АО.

Закон «О рынке ценных бумаг» разрешает выпуск акций на предъявителя в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала в соответствии с нормативом, установленным ФК ЦБ.

АО могут быть **открытыми и закрытыми**. Акции открытых АО могут продаваться их владельцами без согласия других акционеров этого общества. При реализации акций закрытого АО его акционеры имеют преимущественное право их приобретения (срок реализации этого права не может быть менее 30 дней, но и не более 60 дней).

Кроме того, акции закрытых АО могут выпускаться только в форме закрытой подписки и не могут быть предложены для приобретения неограниченному кругу лиц. Открытое АО может проводить как открытую, так и закрытую подписку на выпускаемые акции.

Ак (ии) АО можно разделить на **размещенные** (уже приобретенные акционерами) и **объявленные** (АО может выпустить дополнительно к уже размещенным акциям).

В зависимости от объема прав акции принято делить на **обыкновенные и привилегированные** (преференциальные).

Согласно ГК (ст. 102) и федеральному закону об АО (ст. 25, п. 2) номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от уставного капитала общества.

Владелец обыкновенной акции имеет права в полном объеме:

- участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса;
- иметь право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества — право на получение части его имущества в размере стоимости принадлежащих ему акций.

Привилегированная акция не дает права голоса (кроме решения вопросов о реорганизации или ликвидации АО, выплате дивидендов, внесении изменений в устав по правам владельцев привилегированных акций), а привилегии владельца заключаются в том, что в уставе должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость), которые определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций.

Законом об АО предусматривается выпуск одного или нескольких типов привилегированных акций. Закон выделяет два типа привилегированных акций: **кумулятивные и конвертируемые**.

Кумулятивными считаются такие акции, по которым невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии.

Например, если при эмиссии привилегированных акций было установлено, что дивиденд по ним выплачивается в размере 14% к номиналу, а по решению общего собрания акционеров он в текущем году не выплачивается, то в следующем календарном периоде размер дивиденда по кумулятивной привилегированной акции составит 28%.

Кроме того, владелец кумулятивной привилегированной акции получает право голоса на тот период, в течение которого он не получает дивиденд, и теряет это право с момента выплаты всех накопленных по указанной акции дивидендов в полном размере.

При выпуске конвертируемых акций устанавливается период, пропорциональность и курс обмена.

Устав может наделить владельца конвертируемой привилегированной акции правом голоса на общем собрании акционеров, при этом количество голосов должно соответствовать тому количеству обыкновенных акций, на которые обменивается принадлежащая ему привилегированная акция.

АО может выпустить привилегированные акции с долей участия. Такие акции дают право ее владельцу не только на фиксированный дивиденд, установленный при ее выпуске, но и на дополнительный дивиденд, если дивиденд по обыкновенным акциям по итогам года его превысил.

В зарубежной практике получают распространение привилегированные акции с **плавающей ставкой дивиденда**, ориентированной на доходность каких-либо общепризнанных ценных бумаг (например, в нашей практике — на доходность по ГКО).

Могут выпускаться **гарантированные привилегированные акции** (дочерними предприятиями). В этом случае дивиденд по привилегированным акциям гарантируется репутацией вышестоящей организации, что должно привлечь инвесторов к покупке акций дочернего предприятия.

В ходе приватизации в России появились специфические привилегированные акции: типа А и типа Б. Привилегированные акции типа А выпускались при создании открытых акционерных обществ, они предназначались для работников преобразуемых предприятий, которые получали их бесплатно. Число привилегированных акций типа А составляет 25% уставного капитала, а для выплаты дивидендов по этим акциям выделяется 10% чистой прибыли. Эти акции дают право владельцам присутствовать на ежегодных собраниях акционеров, вносить предложения по обсуждаемым вопросам, но не дают права голоса. Собственники таких акций имеют право свободной их продажи.

Привилегированные акции типа Б выпускались в счет доли уставного капитала, принадлежащей фонду имущества, т. е. владельцем таких акций становился фонд имущества, который получал их бесплатно. Для выплаты дивидендов по таким акциям направляется 5% чистой прибыли, но размер дивиденда по таким акциям не должен быть ниже дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям. Число таких акций не должно превышать 25% уставного капитала. Фонд имущества, который является держателем акций данного типа, имеет право без согласия других акционеров свободно их продавать.

Держатель привилегированных акций типа Б не имеет права голоса, хотя может присутствовать на собраниях акционеров и вносить свои предложения по обсуждаемым вопросам.

Правительство РФ или Госкомитет по управлению имуществом могут принять решение о выпуске «золотой акции», которая предоставляет ее владельцу на срок до трех лет право вето при принятии собранием акционеров решений:

- о внесении изменений и дополнений в устав АО, его реорганизации или ликвидации;
- о его участии в других предприятиях, передаче в залог или аренду; продаже или отчуждении иными способами имущества.

Решения, принимаемые собранием акционеров в отсутствие владельца «золотой акции», являются недействительными. Применение права вето владельцем «золотой акции» влечет за собой приостановку действия соответствующего решения на срок до 6 месяцев и передачу его на рассмотрение органа, определяемого владельцем «золотой акции». «Золотая акция» в указанных случаях находится в государственной собственности. Ее передача в залог или траст не допускается. Продажа и отчуждение «золотой акции» иными способами до истечения срока ее действия допускается только по решению органа, принявшего решение о ее выпуске при учреждении АО. При продаже и отчуждении «золотой акции» она конвертируется в обыкновенную акцию и ее особые права прекращаются.

3. ДИВИДЕНД

Дивиденд представляет собой доход, который может получить акционер за счет части чистой прибыли АО, распределяемой между держателями акций в виде определенной доли от их номинальной стоимости. Но закон не обязывает выплачивать его в обязательном порядке, АО вправе по своему усмотрению решать вопрос о выплате дивидендов.

Кроме того, законом устанавливаются определенные ограничения на выплату дивидендов:

- пока не оплачен весь уставный капитал;
- когда АО отвечает установленным законом признакам банкротства (несостоятельности) или если в результате выплаты дивидендов такие признаки появятся.

На выплату дивидендов может быть израсходована только часть чистой прибыли (которая останется после отчислений в резервный фонд, пока он не достигнет 10% уставного капитала, фонд накопления, потребления и т. д.). Дивиденд может выплачиваться деньгами или, по усмотрению общества, акциями дочерних предприятий или собственными акциями (такая практика носит название «капитализация доходов», или реинвестирование). При этом дивиденд устанавливается либо в процентах к одной акции, либо в определенной пропорции к определенному числу акций с учетом даты их приобретения (например, 4 на 10

ранее приобретенных за год владения или 1 на 10 ранее приобретенных за полный квартал владения).

Пример расчета «капитализации дохода». 20 акций куплены 20.05.96 г., решение о выплате дивидендов в форме собственных акций принято 20.02.97 г. из расчета 4 акции за 10 приобретенных за полный год владения.

Расчет: $20 \times 3 : 10 = 6$ акций (так как полных кварталов три).

Сроки выплаты дивидендов устанавливаются АО: годовые и промежуточные (ежеквартальные или полугодовые). Решение о выплате годовых дивидендов (размере и форме выплаты) по каждой категории дивидендов принимает общее собрание акционеров по рекомендации совета директоров (наблюдательного совета) общества, а решение о выплате промежуточных — наблюдательным советом или советом директоров самостоятельно.

При выплате дивидендов соблюдается определенная приоритетность их выплаты: 1) по привилегированным акциям с преимуществом в очередности получения дивиденда, затем выплачиваются дивиденды по прямым привилегированным акциям, а в последнюю очередь дивиденды по привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен; 2) по обыкновенным акциям.

Дивиденд рассчитывается только на те акции, которые находятся на руках у держателей. Акции, которые выкуплены у держателей или не размещены и находятся на балансе акционерного общества, в расчет при установлении дивидендов не принимаются.

Размер годового дивиденда не может быть больше того, который рекомендован советом директоров (наблюдательным советом), однако он не может быть и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Общее собрание вправе принять решение о частичной выплате дивидендов (о выплате дивидендов в неполном размере), а также о невыплате дивидендов.

Пример расчета дивидендов. Уставный капитал в 1 млн. руб. разделен на привилегированные акции (25%) и обыкновенные (75%) одной номинальной стоимости в 100 руб. По привилегированным акциям дивиденд установлен в размере 14% к номинальной стоимости. Какие дивиденды могут быть объявлены по обыкновенным акциям, если на выплату дивидендов совет директоров рекомендует направить 110 тыс. руб. чистой прибыли?

Первоначально рассчитывают дивиденды, приходящиеся на привилегированные акции: $100 \text{ руб.} \times 14 : 100 = 14 \text{ руб.}$ на одну акцию, всего 14×2500 (количество привилегированных акций) = 35 000 руб.

Затем определяют чистую прибыль, которую можно использовать для выплат по обыкновенным акциям: $110 - 35 = 75 \text{ тыс. руб.}$

И, наконец, устанавливают дивиденд, выплачиваемый по одной обыкновенной акции: $75000 : 7500 = 10 \text{ руб.,}$ или 10% от номинальной стоимости.

4. СТОИМОСТНАЯ ОЦЕНКА АКЦИЙ

Вопрос оценки акций увязывается с периодами их жизненного цикла: 1) выпуск; 2) первичное размещение; 3) обращение акций.

В период выпуска первая оценка акций — номинальная. **Номинал акции** — то, что указано на ее лицевой стороне, поэтому иногда ее называют лицевой, или нарицательной, стоимостью.

По закону РФ «Об акционерных обществах» уставный капитал общества составляется из номинальной стоимости акций, приобретенных акционерами, иначе говоря, равен сумме номиналов акций в обращении. Конечно, реальную ценность акции определяет рынок, однако номинальная стоимость выступает как некоторый ориентир ценности акции.

При выпуске отзывных привилегированных акций объявляется их **выкупная стоимость** (превышает номинал обычно на 1%).

Затем стоимостная оценка акций происходит при их первичном размещении, когда необходимо установить **эмиссионную цену**, по которой ее приобретает первый держатель. Эмиссионная цена акции превышает номинальную стоимость или равна ей. Однако учредителями оплата акций при учреждении АО производится по их номинальной стоимости.

Эмиссионная цена может быть ниже рыночной в следующих случаях: 1) если акционер использует имеющееся у него преимущественное право приобретения акций со скидкой; 2) в случае размещения дополнительных акций при участии посредника эмиссионная цена равна рыночной цене минус вознаграждение посредника.

При всех последующих выпусках реализация акций осуществляется по рыночной цене, поскольку собственный капитал АО к этому времени становится выше уставного (из-за инфляционных процессов, реинвестирования прибыли и т. д.).

Превышение эмиссионной цены над номинальной стоимостью называется **эмиссионным доходом**: он не может быть использован на цели потребления и должен быть присоединен к собственному капиталу АО.

Следовательно, уже на стадии эмиссии акций возникает потребность в рыночной оценке. Потребность в оценке акции особенно необходима при поглощении и слиянии, разделении и выделении, ликвидации АО; покупке голосующего пакета акций; выдаче кредита под обеспечение акций; преобразовании открытого АО в закрытое.

Согласно закону «Об акционерных обществах», ***«рыночной стоимостью имущества, включая стоимость акций или иных ЦБ общества, является цена, по которой продавец, имеющий полную ин-***

формацию о стоимости имущества и не обязанный его продавать, согласен был бы продать его, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы приобрести».

Таким образом, на ликвидном эффективном РЦБ рыночная цена акции — это стоимость в текущих ценах по сделкам, заключенным в каждый момент времени. Рыночная (курсовая) цена — это цена, по которой акция продается и покупается на вторичном рынке.

Рыночная цена устанавливается на торгах на фондовой бирже и отражает действительную цену акции при условии большого объема сделок. Биржевой курс как результат биржевой котировки определяется равновесным соотношением спроса и предложения.

Котировка предполагает наличие двух цен:

- 1) цена предложения, по которой владелец или эмитент акции желает ее продать, — офферта;
- 2) цена приобретения, по которой покупатель выражает желание приобрести акцию, или цена спроса, — бид.

Между этими ценами и находится цена исполнения сделки, т. е. цена реальной продажи акций, называемая курсовой (рыночной) ценой. Курсовая цена может равняться цене предложения (при большом спросе) или цене спроса (при избыточном количестве ЦБ).

Формула расчета курсовой стоимости (Кр):

$$Kp = \frac{\text{Дивиденд (руб.)}}{\text{Ссудный процент}} \times 100\%$$

Формула расчета Кр может быть изменена при прогнозируемом росте дивиденда и риске вложений в данные акции:

$$Kp = \frac{\text{Дивиденд (руб.)} + \text{Прирост дивиденда (руб.)}}{\text{Ссудный процент} + \text{Плата за риск (\%)}} \times 100\%$$

В зависимости от рыночной конъюнктуры в течение рабочего дня биржи цена продажи определенной акции может меняться. Цена, по которой совершается первая сделка, называется ценой открытия, последняя — ценой закрытия. В течение дня (недели, месяца, квартала, года) устанавливается высшая и низшая цены на акцию. Изменение цены является одним из показателей биржевой активности.

Рыночная цена акции в расчете на 100 денежных единиц номинала называется курсом.

$$Ka = \frac{Kp}{Ha} \times 100\%,$$

где Ка — курс, Кр — рыночная цена, Ha — номинальная цена.

Пример. Определим курс акции, продаваемой по цене 150 руб. при номинале 100 руб.:

$$K_a = 150 / 100 \times 100 = 150\%$$

Курс акции равен 150 процентным пунктам, или просто 150.

Рыночная цена акций определяется соотношением спроса и предложения. Практика деятельности фондовых бирж показала, что изменение цен на акции некоторого определенного круга компаний соответствует колебанию курсов по всем другим акциям. Возникла идея отслеживать изменение цен не по каждой бумаге, а по определенному их набору.

Показатель, отражающий среднюю цену акций и других ЦБ по определенной совокупности компаний, называется биржевым индексом. Индекс позволяет инвесторам оценивать состояние как фондового рынка в целом, так и надежность собственных активов.

При стоимостной оценке акций важную роль играет книжная (балансовая, бухгалтерская) стоимость — величина собственного капитала компании, приходящаяся на одну акцию (определяется путем деления собственного капитала на число находящихся в обращении акций). Если выпущены также и привилегированные акции, то собственный капитал надо уменьшить на совокупную стоимость привилегированных акций по номиналу или по выкупной цене (для отзывных акций).

Балансовую стоимость определяют при аудиторских проверках, в случае, если эмитент намерен пройти листинг для включения своих акций в биржевой список ЦБ, а также при ликвидации АО для определения доли собственности, приходящуюся на одну акцию.

Пример. Собственный капитал АО составляет 3520 тыс. руб. Выпущено 100 тыс. обыкновенных акций номиналом 10 руб. и 10 тыс. привилегированных отзывных акций номиналом 50 руб., выкупная цена 50,5 руб. за акцию. Выкупная цена всех привилегированных акций составляет $50,5 \times 10\,000 = 505$ тыс. руб. Тогда книжная (балансовая) стоимость всех обыкновенных акций составит $3\,520 - 505 = 3\,015$ тыс. руб., а одной акции — 30,15 руб.

5. ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ

Конечной целью, которую преследует инвестор на фондовом рынке, является получение дохода. Инвестиции в ЦБ являются разновидностью финансовых инвестиций, т. е. вложением денег в финансовые активы с целью получения дохода. Доходными считаются вложения в акции, которые способны обеспечить доход выше среднерыночного.

Составляющими этого дохода будут дивиденды и рост курсовой стоимости. Чем измерить доходность инвестиций в акции? На что рассчитывать инвестору — на дивиденды или рост курсовой стоимости?

Являясь держателем (владельцем) ЦБ, инвестор может рассчитывать только на получение дивиденда по акциям. Размер дивиденда определяется условиями его выплаты, массой чистой прибыли и пропорциями ее распределения, что зависит от решения совета директоров и общего собрания акционеров.

Текущая доходность (Дх) акции определяется по формуле:

$$Дх = \frac{В}{Ц} \times 100\%$$

где В — величина выплачиваемых дивидендов, Ц — цена покупки акции.

Кроме того, по этой формуле можно рассчитывать рыночную текущую доходность (Дхр), которая будет зависеть от сложившейся на данный момент рыночной цены акции (Цр).

После реализации акции ее держатель может получить вторую составляющую совокупного дохода — прирост курсовой стоимости. Количественно это выражается как доход, равный разнице между ценой покупки (Ц) и ценой продажи (Ц₁): инвестор получает доход (потери)

$$Д = Ц_1 - Ц.$$

Если инвестиционный период, по которому оцениваются акции, включает выплату дивидендов и реализацию акций, то конечная доходность, или инвестиционная доходность (Дхк), за время владения акцией определяется отношением:

$$Дхк = \frac{В + (Ц_1 - Ц)}{Ц} \times \frac{365}{Т},$$

где Т — период владения акцией в днях.

Пример. Акция приобретена 1 марта 1998 г. по цене 100 руб. и продана 11 января 1999 г. по цене 150 руб. Дивиденды были получены 15 апреля 1998 г. в размере 50 руб. на акцию. Период владения акцией составляет 316 дней (305 + 11). Инвестиционная доходность за этот период составит:

$$Дхк = \frac{50 + 150 - 100}{100} \times \frac{365}{316} = 1,15, \text{ или } 115\%$$

Тема 7. ОБЛИГАЦИИ

1. Общая характеристика.
2. Виды облигаций.
3. Стоимостьная оценка облигаций.
4. Инвестиционная привлекательность облигаций.
5. Доходность облигаций.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Еще одним важным объектом торговли на РЦБ являются облигации.

Как ЦБ облигация удостоверяет отношения займа между ее владельцем — кредитором и лицом, выпустившим ее,— заемщиком.

Долгое время облигации считались достаточно простым и негибким способом вложения капитала, способным лишь обеспечить текущий доход, и только. Однако сегодня облигации относятся к одному из наиболее конкурентоспособных инвестиционных инструментов, обладающих потенциальными возможностями привлекательной доходности в виде текущих процентов прироста капитала. *Облигации являются долгосрочными долговыми ЦБ (с фиксированным доходом), находящимися в открытой продаже.*

Действующее российское законодательство определяет облигацию как «эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента» (закон РФ «О рынке ценных бумаг», ст. 2).

Таким образом, облигация — это долговое свидетельство, которое непременно включает два главных элемента:

- обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму, указанную на титуле (лицевой стороне) облигации;
- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

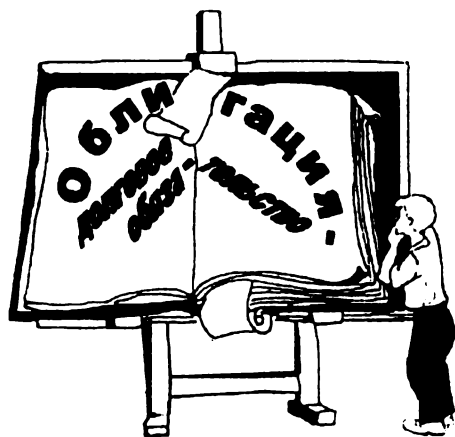
Принципиальная разница между акциями и облигациями заключается в следующем. Покупая акцию, инвестор становится одним из *собственников* компании-эмитента. Купив облигацию компании-эмитента, инвестор становится ее *кредитором*. Кроме того, в отличие от акций облигации имеют ограниченный срок обращения, по истечении которого гасятся. Облигации имеют преимущество перед акциями при реализации имущественных прав их владельцев: в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям и лишь затем дивиденды; при делении имущества компании-эмитента в случае ее ликвидации акционеры могут рассчитывать лишь на ту часть имущества, которая останется после выплаты всех долгов, в том числе и по облигационным займам. Если акции, являясь титулом собственности, предоставляют их владельцам

право на участие в управлении компанией-эмитентом, то облигации, будучи инструментом займа, такого права не дают.

Облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительствами, различными государственными органами и муниципалитетами. К организации и размещению облигационных займов прибегают и компании, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах.

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения хозяйственная организация может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика. Однако облигационные займы компаний следует рассматривать как дополнение к заемным средствам, получаемым в виде банковских кредитов. Даже в странах с развитым фондовым рынком посредством выпуска облигаций компании покрывают далеко не всю потребность в заемных средствах. Поскольку облигационный займ выражает отношения по поводу возвратного движения ссуженной стоимости, то он по своей сути и назначению схож с банковской ссудой. В этой связи следует заметить, что право на эмиссию облигаций может быть предоставлено только таким компаниям, которые отвечают требованиям кредитоспособности.

Порядок выпуска облигаций акционерными обществами регламентируется законом «Об акционерных обществах». В соответствии с названным законом при выпуске облигаций АО должны быть соблюдены следующие дополнительные условия:



- номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для целей выпуска;
- выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;
- выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества;
- общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют облигации.

Таким образом, мы можем рассматривать облигацию как:

- долговое обязательство эмитента;
- источник финансирования расходов бюджета, превышающих доходы;
- источник финансирования инвестиций АО;
- форму сбережений средств граждан и организаций и получения ими дохода.

2. ВИДЫ ОБЛИГАЦИЙ

По ряду критериев можно предложить следующую классификацию.

1. В зависимости от эмитента различают облигации:

- государственные;
- муниципальные;
- корпораций;
- иностранные.

2. В зависимости от сроков, на которые выпускается заем, все многообразие облигаций условно можно разделить на две большие группы:

2.1. Облигации с некоторой оговоренной датой погашения, которые, в свою очередь, делятся на:

- краткосрочные;
- среднесрочные;
- долгосрочные.

Временные рамки облигационных займов для каждой страны различны и определяются действующим там законодательством и сложившейся практикой. Например, в США к краткосрочным обычно относят

облигации со сроком обращения от 1 года до 3 лет, к среднесрочным — от 3 до 7 лет, долгосрочным — свыше 7 лет. Что касается российского законодательства, то оно содержит указания о сроках обращения только для государственных долговых обязательств.

2.2. Облигации без фиксированного срока погашения включают в себя:

- бессрочные, или непогашаемые;
- отзывные облигации, которые могут быть востребованы (отозваны) эмитентом до наступления срока погашения. Еще при выпуске облигаций эмитент устанавливает условия такого востребования: по номиналу или с премией;
- облигации с правом погашения, предоставляющие право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее номинальной стоимости;
- продлеваемые облигации, предоставляющие инвестору право продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока;
- отсроченные облигации, дающие эмитенту право на отсрочку погашения.

3. В зависимости от порядка владения облигации могут быть:

- именными, права владения которыми подтверждаются внесением имени владельца в текст облигации и в книгу регистрации, которую ведет эмитент;
- на предъявителя, права владения которыми подтверждаются простым предъявлением облигации.

4. По целям облигационного займа облигации подразделяются на:

- обычные, выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности или для привлечения дополнительных финансовых ресурсов;
- целевые, средства от продажи которых направляются на финансирование конкретных инвестиционных проектов или конкретных мероприятий.

5. По способу размещения различают:

- свободно размещаемые облигационные займы;
- займы, предполагающие фактически принудительный (внеэкономический) порядок размещения. Принудительно размещаемыми могут быть только государственные облигации (например, государственные облигационные займы СССР 40–50-х годов).

6. В зависимости от формы, в которой возмещается позаимствованная сумма, облигации делятся на:

- возмещаемые в денежной форме;
- натуральные, погашаемые в натуре. Примером натуральных облигаций являются облигации хлебных займов СССР 20-х годов, облигации АвтоВАЗа, выпущенные в 1993 г.

7. По методу погашения номинала могут быть:

- облигации, погашение номинала которых производится разовым платежом;

- облигации с распределенным по времени погашением, когда за определенный отрезок времени погашается некоторая доля номинала;

- облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные, или тиражные, займы).

8. В зависимости от того, какие выплаты производятся эмитентом по облигационному займу, различают:

- облигации, по которым производится только выплата процентов, а капитал не возвращается, точнее, эмитент указывает на возможность их выкупа, не связывая себя конкретным сроком (например, т. н. консоли, выпущенные еще в середине XVIII в. в Англии и обращающиеся до настоящего времени);

- облигации, по которым лишь возвращается капитал по номинальной стоимости, но не выплачиваются проценты,— это так называемые облигации с нулевым купоном;

- облигации, по которым проценты не выплачиваются до момента погашения облигации, а при погашении инвестор получает номинальную стоимость облигации и совокупный процентный доход. К таким облигациям можно отнести сберегательные сертификаты серии Е, выпускаемые в США;

- облигации, по которым возвращается капитал по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов деятельности компании-эмитента, т. е. от того, получает компания прибыль или нет. Такие облигации называют доходными или реорганизационными, т. к. они выпускаются, как правило, компаниями, которым грозит банкротство;

- облигации, дающие право их владельцам на получение периодически выплачиваемого фиксированного дохода и номинальной стоимости облигации в будущем, при ее погашении. Этот вид облигаций наиболее распространен в современной практике во всех странах.

9. Периодическая выплата доходов по облигациям в виде процентов производится по купонам. Купон представляет собой вырезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки. По способам выплаты купонного дохода облигации подразделяются на облигации:

- с фиксированной купонной ставкой;
- с плавающей купонной ставкой, когда купонная ставка зависит от уровня ссудного процента;
- с равномерно возрастающей купонной ставкой по годам займа. Такие облигации еще называют индексируемыми, обычно они эмитируются в условиях инфляции;
- с минимальным или нулевым купоном (мелкопроцентные или беспроцентные облигации). Рыночная цена по таким облигациям устанавливается ниже номинальной, т. е. предполагает скидку. Доход по этим облигациям выплачивается в момент ее погашения по номинальной стоимости и представляет разницу между номинальной и рыночной стоимостью;
- с оплатой по выбору. Владелец этой облигации может доход получить как в виде купонного дохода, так и облигациями нового выпуска;
- смешанного типа. Часть срока облигационного займа владелец облигации получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока — по плавающей ставке.

10. По характеру обращения облигации бывают:

- неконвертируемые;
- конвертируемые, предоставляющие их владельцу право обменивать их на акции того же эмитента (как на обыкновенные, так и на привилегированные). Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент и конверсионная цена. Конверсионный коэффициент показывает, какое количество акций можно получить в обмен на такую облигацию. Конверсионный коэффициент 10:1 означает, что при конверсии одной облигации можно получить 10 акций. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации (например, 100 000 руб.) к конверсионному коэффициенту (10) и в данном случае равняется 10 000 руб.

11. В зависимости от обеспечения облигации делятся на два класса: обеспеченные залогом и не обеспеченные залогом.

Обеспеченные залогом облигации обеспечиваются физическими активами в виде имущества (облигации с подобным залогом чаще всего выпускаются транспортными организациями, которые в качестве обеспечения используют суда, самолеты и т. п.).

12. В зависимости от степени защищенности вложений инвесторов различают:

- облигации надежные, выпускаемые компаниями с твердой репутацией, под хорошее обеспечение;

— «макулатурные» облигации, носящие спекулятивный характер. Вложения в такие облигации всегда сопряжены с высоким риском.

3. СТОИМОСТНАЯ ОЦЕНКА ОБЛИГАЦИЙ

Облигации имеют нарицательную цену (номинал) и рыночную цену. **Номинальная стоимость** облигации напечатана на самой облигации и обозначает сумму, которая берется взаймы и подлежит возврату по истечении срока облигационного займа. Номинальная цена является базовой величиной для расчета принесенного облигацией дохода. Процент по облигации устанавливается по номиналу, прирост (уменьшение) стоимости облигации за соответствующий период рассчитывается как разница между номинальной стоимостью, по которой облигация будет погашена, и ценой покупки облигации.

Как правило, облигации выпускаются с высокой номинальной стоимостью. Они ориентированы на богатых инвесторов, как индивидуальных, так и институциональных. Этим они отличаются от акций, номинальную стоимость которых эмитент устанавливает в расчете на приобретение их самыми широкими слоями инвесторов. Если для акций номинальная стоимость — величина довольно условная (акции и продаются, и покупаются преимущественно по цене, не привязанной к номиналу), то для облигаций номинальная стоимость является очень важным параметром, значение которого не меняется на протяжении всего срока облигационного займа. Именно по изначально зафиксированной величине номинала облигации будут гаситься по окончании срока их обращения.

Облигации являются привлекательным для покупателей объектом инвестирования, а значит, товаром, предметом перепродажи. С момента их эмиссии и до погашения они продаются и покупаются по установившимся на рынке ценам. Рыночная цена в момент эмиссии может быть ниже номинала, равна номиналу и выше номинала. В дальнейшем **рыночная цена облигаций** определяется исходя из ситуации, сложившейся на рынке облигаций и финансовом рынке в целом к моменту продажи, а также из двух основных моментов самого облигационного займа: 1) перспективы получить при погашении номинальную стоимость облигации (чем ближе в момент покупки облигации срок ее погашения, тем выше ее рыночная стоимость); 2) права на регулярный фиксированный доход (чем выше доход, приносимый облигацией, тем выше ее рыночная стоимость).

Рыночная цена облигаций зависит и от ряда других условий, важнейшим из которых является надежность (степень риска) вложений.

Поскольку номиналы у разных облигаций существенно различаются между собой, то часто возникает необходимость в сопоставимом измерителе рыночных цен облигаций. Таким показателем является курс.

Курсом облигации называется значение рыночной цены облигации, выраженное в процентах к ее номиналу:

$$K_o = \frac{K_p}{H} \times 100\%,$$

где K_o — курс облигаций; K_p — рыночная цена облигации; H — номинальная цена облигации.

Например, если облигация с номиналом 100 руб. продается за 95 руб., то ее курс — 95.

В зарубежной литературе помимо перечисленных (номинальной и рыночной) приводится еще одна стоимостная характеристика облигаций — их выкупная цена, по которой эмитент по истечении срока займа погашает облигации. Выкупная цена может совпадать с номинальной, а может быть выше или, наоборот, ниже ее. Российское законодательство исключает существование выкупной цены, так как закон «О рынке ценных бумаг» закрепляет право держателя на получение от эмитента ее номинальной стоимости. Это означает, что облигации могут погашаться только по номинальной стоимости.

4. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ

Облигации, являясь, как и другие ЦБ, объектом инвестирования на фондовом рынке, приносят своим держателям доход. Общий доход от облигации складывается из следующих элементов:

- периодически выплачиваемых процентов (купонного дохода);
- изменения стоимости облигации за соответствующий период;
- дохода от реинвестиций полученных процентов.

Облигация, в отличие от акции, приносит владельцу фиксированный текущий доход. Этот доход представляет собой постоянный **аннуитет** — право получать фиксированную сумму ежегодно в течение ряда лет. Аннуитет также определяют как *«серию платежей, произве-*

денных в фиксированные интервалы времени за определенное количество периодов»².

Как правило, проценты по облигациям выплачиваются 1–2 раза в год. При этом чем чаще производятся процентные выплаты, тем больший потенциальный доход приносит облигация, ведь выплаты могут быть реинвестированы.

Существует зависимость между процентным доходом и сроком обращения облигации: чем больше отдален срок погашения, тем выше должен быть процент, и наоборот.

Доход по облигации в виде прироста капитала возникает тогда, когда происходит падение рыночной процентной ставки. Основное правило действий инвестора на РЦБ состоит в том, что **движение рыночных процентных ставок и курсов облигаций происходит в противоположном направлении**. При таком соотношении курсов возможности выгодных спекуляций существенно возрастают с усилением частоты их колебаний. С ростом рыночной процентной ставки курс ЦБ падает, а когда размер рыночной процентной ставки уменьшается, курс облигаций движется вверх. В целом, текущий доход и прирост капитала, обеспечиваемые облигациями, могут стать основой достаточно высокой доходности, что повышает привлекательность и конкурентоспособность инвестиций в облигации по сравнению с другими инструментами.

Говоря о второй составляющей дохода, приносимого облигацией, мы имеем в виду облигации, купленные по цене ниже номинала, т. е. с **дисконтом** (облигации с нулевым купоном). Доход по ним образуется как разница между ценой, по которой они продаются, и номиналом облигации. При покупке и продаже облигаций с дисконтом важным моментом является определение цены продажи облигации. Иными словами: **по какой цене следует продать облигацию сегодня, если известна сумма, которая будет получена в будущем (номинал), и базовая норма доходности (ставка рефинансирования)**.

Подсчет этой цены называется **дисконтированием**, а сама цена является сегодняшней стоимостью будущей суммы денег. Дисконтирование осуществляется по формуле:

$$K_p = N \times \frac{1}{1 + \frac{TC}{100}},$$

где K_p — цена продажи облигации с дисконтом, руб.;

N — номинальная цена облигации, руб.;

T — число лет, по истечении которых облигация будет погашена;

² Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995. С. 300.

C — норма ссудного процента (или ставка рефинансирования), %;
 $1 / (1 + TC) / 100$ — дисконтный множитель, показывающий, какую долю составляет цена продажи облигации в ее номинальной цене.

Разность $(H - K_p)$ является дисконтом и представляет собой доход по данному виду облигации.

Последний элемент совокупного дохода — доход от реинвестиций полученных процентов — присутствует лишь при условии, что полученный в виде процентов текущий доход по облигации постоянно реинвестируется. Данный вид дохода может иметь довольно существенное значение при покупке долгосрочных облигаций.

Общий, или совокупный, доход по облигациям обычно ниже, чем по другим ЦБ. Это объясняется прежде всего тем, что облигации обладают большей по сравнению с другими видами ЦБ надежностью. Доходы по облигациям меньше подвергнуты циклическим колебаниям и не так зависимы от конъюнктуры рынка, как, например, доходы по акциям.

5. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ

В общем виде доходность является относительным показателем и представляет собой доход, приходящийся на единицу затрат. Различают текущую доходность и полную, или конечную, доходность облигаций.

Показатель текущей доходности характеризует годовые (текущие) поступления по облигации относительно сделанных затрат на ее покупку. Текущая доходность облигации рассчитывается по формуле

$$C_{\text{тек}} = \frac{D}{K_p} \times 100,$$

где $C_{\text{тек}}$ — текущая доходность облигации, %;

D — сумма выплаченных в год процентов, руб;

K_p — курсовая стоимость облигации, по которой она была приобретена, руб.

Пример. Инвестор А приобрел за 1100 руб. облигацию номинальной стоимостью 1000 руб. Купонная ставка равна 50% годовых. Проценты выплачиваются один раз в конце года. Срок погашения облигации наступит через два года.

Текущая доходность облигации в соответствии с формулой равна:

$$500 / 1100 \times 100 = 45,5\%.$$

Текущая доходность облигации является простейшей характеристикой облигации, здесь не находит отражения еще один источник дохода — изменение стоимости облигации за период владения ею. Так, напри-

мер, по облигациям с нулевым купоном текущая доходность будет равна нулю, хотя доход в форме дисконта они приносят.

Оба источника дохода отражаются в показателе конечной, или полной, доходности, которая характеризует полный доход по облигации, приходящийся на единицу затрат на покупку этой облигации. Показатель конечной доходности определяется по формуле:

$$C_{\text{кон}} = \frac{Д_{\text{сп}} + P}{K_p + n} \times 100$$

где $C_{\text{кон}}$ — конечная доходность облигации, %;

$Д_{\text{сп}}$ — совокупный процентный доход, руб.;

P — величина дисконта по облигации, руб.;

K_p — курсовая стоимость облигации, по которой она была приобретена, руб.;

n — число лет, в течение которых инвестор владел облигацией.

Величина дисконта P равна разнице между номинальной стоимостью облигации и ценой приобретения в случае, если инвестор держит облигацию до погашения. Если же инвестор продает облигацию, не дожидаясь погашения, то величина P представляет собой разницу между ценой продажи и приобретения облигации.

В нашем примере конечная доходность будет равна:

$$C_{\text{кон}} = \frac{25000 \text{ руб.} - 1000 \text{ руб.}}{11000 \text{ руб.} \times 2} \times 100 = 40,9\%$$

Существуют и более сложные математические формулы расчета конечного дохода, в том числе и третьей составляющей совокупного дохода — реинвестирования процентных поступлений.

Два фактора влияют на доходность облигаций — это инфляция и налоги. Например, если доход от облигации равен 4% в год, а уровень инфляции — 3%, то реальная доходность составит только 1%. Если уровень инфляции повысится до 4% и выше, то инвесторы — держатели облигаций с фиксированным четырехпроцентным доходом будут иметь перспективу получить нулевой доход или даже понести убытки. Поэтому в условиях инфляции инвесторы избегают вложений в долгосрочные облигации. Налоги также уменьшают доход по облигациям, а значит, и их доходность.

Реальная доходность облигаций должна рассчитываться после вычета из дохода выплачиваемых налогов, а также учитывая существующие темпы инфляции. И именно эти показатели доходности следует сравнивать, выбирая наиболее эффективные для инвестирования объекты.

Тема 8. ВЕКСЕЛЯ, ЧЕКИ И КОНОСАМЕНТЫ

1. Общая характеристика.
2. Виды векселей.
3. Вексель как форма кредитования.
4. Чеки и коносаменты.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Вексель представляет собой абстрактное, ничем не обусловленное долговое обязательство, которое дает право владельцу на требование обозначенной на векселе денежной суммы с лица, выдавшего или акцептовавшего вексель.

Выпуск векселей в России регулируется постановлением Президиума Верховного совета РСФСР № 1451-1 от 24.06.1991 г. «О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР», в котором утверждены формы простого и переводного векселей. Текст этого положения совпадает с текстом Международной Женевской конвенции о векселях, подписанной в 1930 г. и действующей до настоящего времени. В 1994 г. постановлением правительства РФ в стране были введены бланки векселей единого образца.

Векселя могут быть **простые и переводные**. В случае с простым векселем векселедатель одновременно является и плательщиком. При выпуске переводного векселя (тратты) векселедатель указывает наименование плательщика, а также наименование того, кому или приказу кого должен быть совершен платеж. Плательщик, указанный в переводном векселе, должен акцептовать вексель, т. е. поставить на нем свою подпись и тем самым принять на себя обязательство оплатить вексель при наступлении указанного срока.

Держатель простого векселя и акцептант переводного векселя являются главными должниками по векселю и несут ответственность за оплату векселя в срок.

Держатель векселя может передать вексель другому лицу с помощью передаточной надписи, называемой **индоссамент**. Передаточная надпись делается на обороте векселя или на добавочном листе индоссаментом, а лицо, кому адресуется вексель, называется **индоссатом**. Индоссамент может не содержать указания лица, в пользу которого он сделан. Это так называемый **бланковый индоссамент**. Векселедатель бланкового индоссамена может заполнить бланк своим именем, именем другого лица или передать вексель третьему лицу без индоссамен-

та. Бланковый индоссамент по существу означает передачу векселя на предъявителя.

За платеж по векселю может быть дано поручительство третьим лицом — **авалистом**. **Аваль** — это поручительство по векселю в виде особой гарантийной записи.

Переводной вексель должен содержать:

- 1) наименование «вексель», включенное в самый текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- 2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму денег;
- 3) наименование того, кто должен платить (плательщика);
- 4) указание срока платежа;
- 5) указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- 6) наименование того, кому или приказу кого должен быть совершен платеж;
- 7) указание даты и места составления векселя;
- 8) подпись того, кто выдает вексель (векселедателя).

Отличие текста простого векселя от переводного заключается в том, что, во-первых, пункт 2 простого векселя содержит простое и ничем не обусловленное *обещание* уплатить определенную сумму (а не *предложение* уплатить эту сумму, как в переводном векселе); во-вторых, в простом векселе в тексте векселя отсутствует пункт 3, так как в случае выдачи простого векселя плательщиком является векселедатель.



2. ВИДЫ ВЕКСЕЛЕЙ

В зависимости от того, для обслуживания каких операций выпускаются векселя, их можно разделить на товарные и финансовые.

Товарный вексель представляет собой форму коммерческого кредита, который предоставляется одним предпринимателем другому.

Финансовые векселя эмитируются банком и другими кредитно-финансовыми институтами, а иногда и нефинансовыми фирмами. По существу, векселедатель при этом занимает деньги у векселедержателя на определенный срок и под определенные проценты.

Доход владельца векселя определяется как разница между ценой погашения, равной номиналу, и ценой продажи банковского векселя, которая ниже номинала.

Вексель может быть выдан только юридическим и физическим лицом, зарегистрированным на территории РФ или на территории иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы

3. ВЕКСЕЛЬ КАК ФОРМА КРЕДИТОВАНИЯ

Примером банковского векселя может служить выпуск банковских векселей, производимых эмиссионным синдикатом ряда российских банков.

Банковский вексель эмиссионного синдиката — это краткосрочное долговое обязательство, дающее право его владельцу получить указанную на векселе сумму (номинальную стоимость) в период погашения. Банки — члены ЭС выступают солидарными гарантами выпуска.

На обратной стороне векселя предусмотрена передаточная надпись, позволяющая использовать его как средство платежа в хозяйственном обороте предприятий и финансовых институтов с учетом текущей курсовой стоимости, а также дающая возможность его владельцу осуществить перепродажу банковского векселя на вторичном рынке до его погашения.

Условия приобретения банковского векселя. Для приобретения банковского векселя необходимо перевести деньги на счет продавца — члена ЭС с уплатой налога на операции с ценными бумагами в размере 0,3% от цены продажи. Для граждан возможно также прийти лично и оплатить приобретение банковского векселя на месте.

После зачисления денег на счет продавца последний выписывает бланк банковского векселя на дату зачисления денег и автоматически принимает его на хранение. Покупатель может получить бланк векселя на руки в любое удобное для него время. При оплате гражданами на месте выдача банковского векселя происходит немедленно. Датой зачисления денег (или оплаты на месте) может быть любой день в течение двухнедельной периода эмиссии векселей текущей серии.

По поручению держателя векселя члены ЭС могут принимать вексель на хранение.

Условия погашения банковского векселя (платежа). Банковский вексель по наступлении срока платежа (погашения) может быть предъявлен любому члену эмиссионного синдиката. Платеж производится против бланка векселя и заявления установленной формы с указанием счета, на который необходимо перечислить деньги. При этом возможно получение дохода векселедержателя с одновременным приобретением банковских векселей новой серии. При утере банковского векселя последний не возобновляется. Банковский вексель, по которому наступил срок платежа, может быть предъявлен к оплате в течение года. Выдача наличных не предусматривается.

За время от наступления срока платежа до фактического погашения векселя проценты не начисляются.

Согласно названному выше положению о переводном и простом векселе, в России не требуется никакого специального разрешения для выпуска векселей. Это дало возможность многим российским фирмам привлекать денежные средства населения путем эмиссии векселей под большие проценты. В некоторых случаях фирмы оказались неспособными выполнить взятые на себя обязательства, потому что эти обязательства были просто невыполнимы. В других случаях подобные операции с самого начала носили мошеннический характер и в определенный момент времени руководители фирм исчезали вместе с собранными деньгами.

Доходность по векселю рассчитывается так же, как доходность по краткосрочной облигации или депозитному сертификату.

Пример. Первая серия векселей Банковского эмиссионного синдиката (БВ 01–92) номиналом 100 000 руб. распространялась в период с 24.08.92 г. по 06.09.92 г. по цене 82 870 руб. Дата погашения векселя — 14.12.92 г.

Доходность векселя зависела от того, в какой день он был приобретен. Если вексель был приобретен в первый день распространения и сохранился до даты погашения, то тогда срок его действия составлял 112 дней (7 дней августа + 30 дней сентября + 31 день октября + 30 дней ноября + 14 дней декабря).

Инвестиционную доходность этого векселя можно определить по формуле

$$IR = \frac{D}{I} \times \frac{365}{T}$$

$$IR = 17130 / 82870 \times 366 / 112 = 0,6755, \text{ или } 67,55\%.$$

Если вексель данной серии был приобретен в последний день распространения, то тогда срок его действия составлял 99 дней (24 дня сентября + 31 день октября + 30 дней ноября + 14 дней декабря), инвестиционная доходность:

$$IR = 17130 / 82870 \times 366 / 99 = 0,7642, \text{ или } 76,42\%$$

Теперь предположим, что держатель векселя, купив вексель 24.08.92 г., продал его 30.10.92 г., то есть до наступления срока платежа. Согласно котировке Банковского эмиссионного синдиката, курс векселя в этот день составлял 91 350 руб. Следовательно, доход первого держателя векселя составил 8 480 руб. (91 350 – 82 870). Находился вексель у первого держателя в течение 67 дней (7 дней августа + 30 дней сентября + 30 дней октября). Инвестиционная доходность векселя за этот период составляла:

$$IR = 8480 / 82870 \times 366 / 67 = 0,5590, \text{ или } 55,0\%$$

У второго держателя вексель находился до момента погашения в течение 45 дней (1 день октября + 30 дней ноября + 14 дней декабря), а инвестиционная доходность за это время была равна:

$$IR = (100 - 91,35) / 91,35 \times 366 / 45 = 0,7701, \text{ или } 77,01\%.$$

Рыночный курс долговых обязательств на вторичном рынке зависит от уровня доходности ЦБ, срок действия которых равен остающемуся до погашения сроку действия продаваемой ЦБ. В приведенном примере доходность векселя Банковского эмиссионного синдиката должна быть сопоставлена с доходностью 45-дневных ЦБ.

Текущая доходность векселя, как и любого другого долгового инструмента, может испытывать значительные колебания, особенно в периоды изменения процентных ставок.

Представим себе ситуацию, что второй держатель векселя банковского эмиссионного синдиката за месяц до погашения векселя из-за срочной потребности в наличных деньгах вынужден его продать. Но, допустим, в период с 30 октября по 14 ноября произошло резкое увеличение процентных ставок по всем финансовым инструментам. И банки предлагали депозитные сертификаты номиналом 1000 руб. сроком на 90 дней по дисконтной цене 900 руб. Поскольку до погашения векселя Банковского эмиссионного синдиката также остается 30 дней, то покупатель (третий держатель векселя) согласится его купить или принять в оплату за товар по цене не выше 900 руб. Таким образом, второй держатель векселя не только не получит никакой прибыли за период владения векселем с 30 октября по 14 ноября, но и понесет убыток в размере 13,5 руб. (913,5 – 900).

Н против, если за период, когда вексель находился у второго векселедержателя, произошло бы уменьшение процентных ставок, то инвестиционная доходность векселя могла бы оказаться очень высокой. Например, если 14 ноября депозитный сертификат номиналом 1000 руб. сроком на 30 дней продавался

бы по цене 950 руб., то и цена на вексель должна была составить примерно 950 руб. В таком случае инвестиционная доходность векселя за период с 31 октября по 14 ноября составила бы:

$$IR = (950 - 913,5) / 913,5 \times 366 / 15 = 0,9749 \text{ или } 97,5\%.$$

Вывод: заемщик и кредитор по-разному реагируют на изменение процентных ставок по финансовым инструментам. Заемщикам выгодно увеличение процентных ставок, так как за взятые кредиты они расплачиваются более «дешевыми» деньгами, перекладывая часть расходов на плечи своих кредиторов. В качестве примера можно привести выпущенные в октябре 1991 года Всероссийским биржевым банком расчетные депозитные сертификаты на предъявителя номиналом 50 000 руб. и 100 000 руб. По условиям выпуска эти сертификаты должны были приниматься банком до 30.12.1996 г. по номиналу, а с 31.12.1996 г. — по двойной номинальной стоимости Убытки, которые понесли инвесторы от приобретения данной ЦБ, очевидны.

Напротив, сокращение процентных ставок вызывает трудности у заемщиков — эмитентов ЦБ. Так, уменьшение процентной ставки рефинансирования со стороны Центробанка России с 200% до 170%, а затем до 130% весной 1994 г. повергло в шок многие коммерческие банки и привело к банкротству ряд финансовых компаний, которые взяли деньги в долг под разные долговые обязательства под высокие проценты.

4. ЧЕКИ И КОНОСАМЕНТЫ

Обе эти ЦБ не являются вполне рыночными, ибо самостоятельно они не продаются и не покупаются. Они обслуживают расчеты за товары и услуги или их обращение, точнее, передвижение, транспортировку. **Чек** — это ЦБ, представляющая собой платежно-расчетный документ: *письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму денег.*

По своей экономической сути чек является переводным векселем, плательщиком по которому всегда является банк, выдавший этот чек.

По российскому законодательству чек выписывается на срок до 10 дней и погашается только в денежной форме при его предъявлении в банк.

Чек, как и вексель, — ЦБ стандартной формы с наличием обязательных реквизитов: наименования «чек»; поручения банку выплатить чекодателю указанную в чеке денежную сумму; наименования плательщика по чеку и номера счета, с которого должен быть произведен пла-

теж; подписи чекодателя; указания валюты платежа; даты и места составления чека.

Чек может иметь несколько видов.

Именной чек выписывается на конкретное лицо с оговоркой «не приказу», что означает невозможность дальнейшей передачи чека другому лицу.

Ордерный чек выписывается на конкретное лицо с оговоркой «приказу», означающий, что возможна дальнейшая передача чека путем передаточной подписи — индоссамента.

Предъявительский чек выписывается на предъявителя и может передаваться от одного лица к другому путем простого вручения.

Расчетный чек — по нему не разрешена оплата наличными деньгами.

Денежный чек — предназначен для получения наличных денег в банке.

Коносамент — это документ стандартной формы, принятой в международной практике, на перевозку груза, который удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение.

Коносамент используется при перевозке грузов в международном сообщении и представляет собой ЦБ, которая удостоверяет право владения перевозимым грузом, товаром. Формы коносамента:

- **на предъявителя**, т. е. предъявитель коносамента является владельцем груза;
- **именной**, т. е. владельцем груза является лицо, поименованное в коносаменте; именной коносамент не подлежит передаче другому лицу;
- **ордерный**, т. е. передача коносамента от одного лица к другому осуществляется с помощью передаточной надписи на нем — индоссамента (самая распространенная форма коносамента).

К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на груз. Коносамент является документом, в котором никакие изменения невозможны. Основные реквизиты коносамента: наименование судна; наименование фирмы-перевозчика; место приема груза; наименование отправителя груза; наименование получателя груза; наименование груза и его главные характеристики; время и место выдачи коносамента; подпись капитана судна.

Тема 9. ДЕПОЗИТНЫЕ И СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

1. Общая характеристика.
2. Реквизиты сертификатов.
3. Обращение сертификатов.
4. Доходность сертификатов.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Депозитные и сберегательные сертификаты — это ЦБ, право выпуска которых предоставлено, как должно следовать из их определения, только коммерческим банкам. Но в России существует практика выдачи лицензий на совершение отдельных банковских операций финансовым компаниям и другим небанковским финансовым институтам.

Депозитный сертификат (ДС) — это ЦБ, которая свидетельствует о факте внесения денежных средств в банк и об обязательстве банка возвратить владельцу сертификата по истечении установленного срока сумму вклада и процентов по нему.

Чем банковский сертификат (депозитный или сберегательный) отличается от обычного срочного вклада (депозита)? При необходимости изъять свой вклад досрочно вкладчик или не сможет этого сделать, или понесет прямые денежные потери. Такой вклад относят к активам с пониженной ликвидностью. Возникающие при этом затруднения можно преодолеть, если банк выпускает обращающееся свидетельство о денежном вкладе — депозитный или сберегательный сертификат, который можно перепродать на рынке ЦБ и извлечь из оборота необходимые денежные средства.

Основные характеристики депозитных и сберегательных сертификатов:

1) это ценные бумаги, квалификация их как фондовых инструментов дана Центробанком России;

2) они регулируются банковским законодательством. Выпуск и обращение депозитных и сберегательных сертификатов регулируется ст. 844 Гражданского кодекса РФ, а также письмом Центробанка РФ № 14–3–20 от 10.02.1992 г. «О депозитных и сберегательных сертификатах банков» с дополнениями и изменениями к нему от 18.12.1992 г. № 23 и от 24.06.1993 г.

3) могут существовать только в документарной форме сертификата;

4) это всегда обращающиеся ЦБ, что заложено в самом их определении, поскольку нет экономического смысла выпускать их в качестве необращающихся документов;

5) они не могут служить расчетным и платежным средством в соответствии с действующим законодательством, но поскольку разрешен их выпуск на предъявителя, то гипотетически такая возможность существует.

ДС могут быть как именными, так и на предъявителя, продаваться как с дисконтом (ниже номинала с погашением по номиналу), так и по номиналу с погашением по цене выше номинала. ДС являются менее надежными инструментами, чем государственные облигации, а потому должны иметь более высокий уровень доходности. ДС приобретаются как финансовыми, так и нефинансовыми фирмами и имеют обширный вторичный рынок.

В России получили распространение два вида ДС: **депозитные** — для юридических лиц и **сберегательные** — для физических лиц. Такое деление не является российским изобретением, ввели их в обращение в США. Правила выпуска и обращения сертификатов определяются инструкцией Центробанка РФ. Сертификаты продаются по номиналу. Процентный доход начисляется через каждые шесть месяцев и является переменной величиной, т. е. размер процентной ставки не фиксируется на время держания сертификата, а может пересматриваться в зависимости от уровня инфляции и ставки рефинансирования Центробанка РФ. Проценты начисляются в течение трех лет со дня приобретения сертификата и выплачиваются только вместе с нарицательной стоимостью сертификата в любом отделении Сбербанка.

2. РЕКВИЗИТЫ СЕРТИФИКАТОВ

Оформление депозитного или сберегательного сертификата по существу является формой заключения договора банковского вклада. Поэтому особенность сертификата как ЦБ заключается в том, что он может быть выпущен только в документарной форме. Бланк сертификата должен содержать следующие обязательные реквизиты:

- наименование «депозитный (сберегательный) сертификат»;
- указание на причину выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада);
- дату внесения депозита или сберегательного вклада;

- размер депозита или сберегательного вклада, оформленного сертификатом (прописью и цифрами);
- безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад;
- дату требования бенефициаром (вкладчиком) суммы по сертификату;
- ставку процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумму причитающихся процентов;
- наименование и адреса банка-эмитента и для именного сертификата — бенефициара (вкладчика);
- подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

3. ОБРАЩЕНИЕ СЕРТИФИКАТОВ

Обращение депозитных и сберегательных сертификатов осуществляется на основании общих норм гражданского права. Срок обращения депозитных сертификатов ограничивается одним годом. Срок обращения сберегательных сертификатов не может превышать трех лет. При просроченных сроках они считаются документом до востребования и банк обязан их погасить по первому требованию держателя.



Официально сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары или оказанные услуги. Денежные расчеты по купле-продаже ДС и выплате сумм по ним осуществляются только в безналичном порядке.

Если акции и облигации обращаются путем купли-продажи, то банковские сертификаты — путем уступки прав, т. е. цессии. Даже если фактически сертификат продан, юридически оформление сделки будет проходить как цессия. Уступка права требования по сертификатам на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата.

При наступлении срока востребования депозита банк обязан выплатить владельцу ЦБ сумму вклада и проценты по ставке, первоначально установленной в условиях выпуска и обращения, независимо от времени покупки владельцем данного сертификата, т. е. ставка процента не может быть изменена в течение периода обращения сертификата.

В случае досрочного предъявления сберегательного или депозитного сертификата к оплате банком выплачиваются сумма вклада и проценты, выплачиваемые по вкладам до востребования, если условиями сертификата не установлен иной размер процентов.

Инвестором (покупателем у первичных владельцев) сберегательных сертификатов могут быть только физические лица. Поэтому, например, инвестиционная компания не может котировать сберегательные сертификаты, выкупая их у физических лиц и продавая по более высоким ценам. Также и физическое лицо не может сделать сберегательным сертификатом взнос в уставный фонд предприятия.

4. ДОХОДНОСТЬ СЕРТИФИКАТОВ

Расчет доходности по ДС не отличается от соответствующего расчета по ГКО. Если, например, выпущен ДС номиналом 100 руб. сроком на 90 дней и продается он по цене 98 руб., то дисконтная доходность составит:

$$DR = 2 / 100 \times 360 / 90 = 0,08, \text{ или } 8\%,$$

а инвестиционная доходность будет равна

$$IR = 365 \times 0,08 / 360 - (0,08 \times 90) = 0,0827, \text{ или } 8,27\%.$$

Если ДС номиналом 1000 руб. сроком на 180 дней размещен по номиналу, а цена погашения составляет 1250 руб., то дисконтная и инвестиционная доходность составят:

$$DR = 250 / 1250 \times 360 / 180 = 0,4, \text{ или } 40\%$$

$$IR = 360 \times 0,4 / 360 - (180 \times 0,4) = 0,5069 \text{ или } 50,7\%.$$

В случае дисконтной формы выпуска погашение сертификата происходит по номиналу, а в случае процентной формы выпуска номинал является ценой приобретения инструмента.

Чтобы определить, какое вложение является более прибыльным, инвестору следует определить инвестиционную доходность предлагаемых эмитентами различных сертификатов.

Например:

1) ДС на 90 дней по цене 1000 руб. с погашением по цене 1250 руб.

2) ДС на 180 дней с номиналом 1000 руб. с дисконтом 650 руб.

$$DR_1 = 250 / 1250 \times 360 / 90 = 0,8, \text{ или } 80\%,$$

$$DR_2 = 350 / 1000 \times 360 / 180 = 0,7, \text{ или } 70\%.$$

$$IR_1 = 365 \times 0,8 / 360 - (0,8 \times 90) = 1,0138, \text{ или } 101,38\%,$$

$$IR_2 = 363 \times 0,7 / 360 - (0,7 \times 180) = 1,0918, \text{ или } 109,18\%.$$

Как видим, инвестиционная доходность второго ДС выше первого, но он имеет вдвое больший срок действия.

Тема 10. ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

1. Понятие и типы производных ценных бумаг.
2. Фьючерсные контракты.
3. Свободнообращающиеся, или биржевые, опционы.
4. Виды фьючерсных контрактов.
5. Ценообразование на фьючерсные контракты.
6. Ценообразование на биржевые опционы.

1. ПОНЯТИЕ И ТИПЫ ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Целью создания производных ЦБ является извлечение прибыли из колебаний цен на биржевые активы, т. е. спекулятивные сделки. **Производная ЦБ — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ЦБ биржевого актива.**

Главные особенности производных ЦБ:

1) их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива, в качестве которого могут выступать другие ЦБ; 2) внешняя форма обращения аналогична обращению основных ЦБ; 3) временной период существования ограничен (от нескольких минут до нескольких месяцев).

Их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях, поскольку инвестор оплачивает не всю стоимость актива, а только гарантийный взнос.

Существуют два типа производных ЦБ:

- фьючерсные контракты;
- свободнообращающиеся, или биржевые, опционы.

2. ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ

Фьючерсный контракт — это стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива в определенный момент времени в будущем по цене, установленной сторонами сделки в момент ее заключения (т. е. это соглашение о будущей покупке).

Особенности заключения фьючерсного контракта:

- эти контракты заключаются только на биржах (контракты внебиржевого рынка называются *форвардными контрактами*); каждая биржа самостоятельно разрабатывает фьючерсные контракты, которые обращаются на ее базе;
- фьючерсный контракт стандартизирован по всем его параметрам, кроме цены. Он унифицирован по потребительской стоимости первичного актива, лежащего в его основе, по его количеству, месту и сроку поставки, срокам и форме расчетов, штрафным санкциям и арбитражу и т. п.;



- исполнение и все расчеты по фьючерсному контракту гарантированы биржей и расчетным органом, который обслуживает данную биржу,— расчетной (клиринговой) палатой. Это обеспечивается наличием крупного страхового фонда, обязательного механизма гарантийного залога (маржи), а также удвоением в процессе регистрации заключенного в ходе биржевых торгов фьючерсного контракта в расчетной палате как контракта между покупателем первичного актива и расчетной палатой как продавцом и как контракта между продавцом первичного актива и расчетной палатой как покупателем;
- форвардный контракт заключается для того, чтобы купить (продать) первичный актив, и невыполнение этого контракта может обернуться крупными штрафными санкциями для его нарушителя. Фьючерсный контракт благодаря механизму возможного досрочного прекращения обязательств по нему любой из его сторон имеет своей целью не куплю-продажу первичного актива, а получение прибыли (дохода) от сделок на фьючерсном рынке. Он имеет преимущественно спекулятивный характер;
- основой фьючерсного контракта является довольно ограниченный круг таких первичных активов, главная черта которых — непредсказуемость изменений цен, а форвардные контракты могут заключаться на любые первичные активы фондового рынка.

«Купить» фьючерсный контракт — это значит взять на себя обязательство принять от биржи первичный актив (например, облигации), когда наступит срок исполнения фьючерсного контракта, и уплатить по нему бирже по цене, установленной в момент покупки контракта.

«Продать» фьючерсный контракт — это значит принять на себя обязательство поставить (продать) бирже первичный актив, когда наступит срок исполнения фьючерсного контракта, и получить за него от биржи соответствующие денежные средства согласно цене продажи этого контракта.

Стандартизация фьючерсного контракта делает его неизменным во всех сделках между различными продавцами и покупателями, заключаемых на протяжении всего срока его существования, и имеет следующие достоинства:

- ускорение процесса заключения сделок и увеличение их количества;
- упрощение расчетов по сделкам;
- привлечение к биржевой торговле круга лиц и организаций, не располагающих самим биржевым активом;

- осуществление торговли в упрощенной форме путем ссылки на типовой контракт (без оформления самих контрактов).

Стандартизация количества биржевого актива, на которое заключается фьючерсный контракт, позволяет каждой стороне сделки заранее знать, сколько актива подлежит купле-продаже.

Гарантированность фьючерсного контракта достигается принятием биржей (расчетной палатой) на себя обязательств одной из сторон контракта по отношению к каждому его продавцу и покупателю, что позволяет им в любой момент времени до истечения срока действия данного фьючерсного контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, — офсетной сделки. Например, если куплен контракт с какой-то датой исполнения, то для досрочной ликвидации этого контракта необходимо его продать, не дожидаясь наступления срока окончания этого контракта, и наоборот.

Первоначальная покупка или продажа фьючерсного контракта называется открытием позиции. При этом покупка контракта называется **открытием длинной позиции**, а продажа контракта — **открытием короткой позиции**. Пользуясь такой терминологией, обратную, или офсетную, сделку можно определить как закрытие открытой позиции путем открытия противоположной позиции.

Любой фьючерсный контракт имеет ограниченный срок существования, обычно три месяца. В соответствии с этим по фьючерсному контракту заранее известно, когда наступает последний день торговли этим контрактом и до какого времени в течение этого дня ведется торговля.

Фьючерсный контракт имеет своей целью получение положительной разницы в ценах от операций по купле-продаже какого-либо биржевого актива. В этом смысле фьючерсный контракт — это всегда контракт на разность в ценах, а не на куплю-продажу биржевого актива. Из этого постулата следуют важные выводы:

- не обязательно, чтобы в основе фьючерсного контракта лежал какой-то реально существующий актив: товар, акция, облигация. Это может быть любой абстрактный актив, например, число, удовлетворяющее требованию тесной связи с соответствующим рынком. Такими числами могут быть: цена, индекс цен, процентная ставка (процент), валютный курс, их всевозможные комбинации и т. п.;
- фьючерсный контракт — это финансовый инструмент, инструмент рынка капиталов, а сам рынок фьючерсных контрактов — это часть рынка капиталов; фьючерсные контракты — один из наиболее адекват-

ных современному рыночному хозяйству механизмов перелива капиталов с точки зрения объемов финансовых средств и сроков их оборота;

- поскольку игра на разность в ценах лишь в малой степени связана с национальными границами, то фьючерсный контракт быстро превратился в международный финансовый инструмент;
- фьючерсный контракт — это современный инструмент быстрого выравнивания цен, погашения их колебаний на разных рынках. Это инструмент «мгновенного» усреднения денежного спроса без изменения текущего предложения. Благодаря наличию фьючерсных рынков далеко не каждое изменение на рынке денежных капиталов оказывает прямое влияние на производство и обращение реальных активов и тем самым увеличивается общая устойчивость рыночной экономики.

В момент своего заключения фьючерсный контракт — это обычный договор, форвардный контракт. Если фьючерсный контракт доживает до окончания срока его действия и по нему осуществляется поставка, т. е. купля-продажа лежащего в его основе актива, то он опять существует как обычный форвардный контракт на поставку этого актива через обусловленный срок времени. Собственно фьючерсным контрактом он является в промежутке времени между его заключением и исполнением.

3. СВОБОДНООБРАЩАЮЩИЙСЯ, ИЛИ БИРЖЕВОЙ, ОПЦИОН

Опцион — это оформляемое договором право купить, продать (отказаться от сделки) на протяжении договорного срока и по фиксированной договорной цене определенный объем товаров, валюты или ценных бумаг либо получить определенный доход от финансового вложения или денежного займа (в виде разностной величины, фиксированного размера, процента).

Свободнообращающийся опционный контракт (биржевой опцион) — это стандартный биржевой договор на право купить или продать биржевой актив или фьючерсный контракт по цене исполнения до или на установленную дату с уплатой за это право определенной суммы денег, называемой премией.

Аналогично ситуации с фьючерсными контрактами устоявшаяся терминология операций с опционами имеет следующий смысл:

- «купить» опцион — заключить его на условиях покупателя;
- «продать» опцион — заключить его на условиях продавца.

В деловой практике опционы могут заключаться на любые рыночные активы и фьючерсные контракты. Если опционы заключаются на бирже, то, как и для фьючерсных контрактов, условия их заключения являются стандартизированными по всем параметрам, кроме цены опциона. Биржевые опционы свободно продаются и покупаются на биржах, основываясь на тех же правилах и механизмах.

Обычно в биржевой практике используются два вида опционов:

- опцион на покупку (опцион-колл);
- опцион на продажу (опцион-пут).

По первому виду опциона его покупатель приобретает право, но не обязательство, купить биржевой актив. По второму виду опциона его покупатель имеет право, а не обязательство продать этот актив. Покупатель опциона может быть назван его держателем или владельцем. Продавца опциона часто называют подписчиком или выписывателем.

По срокам исполнения опцион может быть двух типов: американский, который может быть исполнен в любой момент до окончания срока действия опциона, и европейский, который может быть исполнен только на дату окончания срока его действия.

По виду биржевого актива, который лежит в основе опционов, их можно делить на валютные, фондовые (исходным активом которых являются акции, облигации, индексы) и фьючерсные, или опционы на куплю-продажу фьючерсных контрактов.

В отличие от фьючерсного контракта, ценой которого обычно является цена лежащего в его основе биржевого актива, функцию цены опциона выполняет премия, которую покупатель опциона уплачивает его продавцу за право выбора: исполнить опцион, если это ему выгодно, или отказаться от его исполнения, если это принесет покупателю убыток.

Другое отличие опциона от фьючерсного контракта состоит в том, что ценовой механизм опциона удваивается. Так, цена опциона — его премия. Но исполнение прав по опциону возможно только по цене самого биржевого актива, т. е. опцион, кроме премии, имеет еще и свою цену исполнения (по западной терминологии — страйковую цену). Цена исполнения — это цена, по которой опционный контракт дает право купить или продать соответствующий актив.

Например, заплатив премию в размере 10 руб. в расчете на 1 акцию, покупатель опциона на покупку (колл) получает право в течение трех месяцев купить 100 акций данного вида по цене 100 руб. за 1 акцию (цена исполнения, или страйковая цена).

Основные преимущества опционов:

- высокая рентабельность операций с опционами — заплатив небольшую премию за опцион, в благоприятном случае можно получить прибыль, которая в процентном отношении к премии составляет сотни процентов;

(Например, премия за право купить акцию по 100 руб. составила 0,1 руб. Цена акции возросла на 1 руб. Реализовав свое право на опцион, т. е. купив акцию за 100 руб., а затем продав ее на фондовом рынке по 101 руб., получаем рентабельность операции, равную 1000%.)

- минимизация риска для покупателя опциона величиной премии при возможном получении теоретически неограниченной прибыли. Следует отметить, что в расчете издержек покупателя опциона необходимо обязательно учитывать комиссионные фондовому посреднику и налоги государству, если таковые имеются по опционным (и фьючерсным) контрактам;
- опцион предоставляет его покупателю многовариантный выбор стратегий: покупать и продавать опционы с различными ценами исполнения и сроками поставки во всевозможных комбинациях; работать одновременно на разных опционных рынках, а также одновременно на опционных и фьючерсных рынках и т. д.

4. ВИДЫ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

Краткосрочный процентный фьючерс — это стандартный биржевой договор, имеющий форму купли-продажи краткосрочного процента в конкретный день в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки.

Краткосрочные процентные фьючерсные контракты основаны на краткосрочной процентной ставке, например на банковской процентной ставке по государственным краткосрочным облигациям, выпускаемым на срок до 1 года, и т. д.

Процент, как и индекс, это просто число, купля-продажа которого не имеет реального смысла. Поэтому краткосрочный процентный фьючерсный контракт относится к разряду фьючерсных контрактов на разность, по которым производится только расчет на разность цен в денежной форме.

Стандартная конструкция фьючерсного контракта на краткосрочный процент:

- **цена фьючерсного контракта** — индекс, равный разности между числом сто и процентной ставкой (последняя составляет обычно несколько процентов);
- **стоимость (размер) фьючерсного контракта** — установленная биржей сумма, например, 1 млн. руб.;
- **минимальное изменение цены контракта (тик)** соответствует минимальному изменению процентной ставки, например 0,01% годовых;
- **минимальное изменение стоимости контракта** — произведение стоимости фьючерсного контракта на минимальное изменение цены и относительное время жизни контракта;
(Например, стоимость контракта — 1 млн. руб., тик — 0,01%, или 0,0001, относительное время жизни трехмесячного контракта — 3/12, или 0,25; минимальное изменение стоимости контракта 1 млн. руб. \times 0,0001 \times 0,25 = 25 руб.)
- **период поставки** — физическая поставка отсутствует. Никакого перехода суммы, соответствующей стоимости фьючерсного контракта, из рук в руки не происходит. Если контракт не закрывается офсетной сделкой до истечения срока его действия, то в последний торговый день месяца поставки производится закрытие контракта по биржевой расчетной цене. Расчеты по контракту осуществляются на следующий рабочий день после последнего торгового дня;
- **биржевая расчетная цена** — трехмесячная ставка на депозиты в соответствующей валюте на наличном рынке на дату последнего торгового дня.

Долгосрочные процентные фьючерсы. Первичным (наличным) рынком для долгосрочных процентных фьючерсных контрактов является рынок долгосрочных государственных облигаций, выпускаемых на несколько лет с фиксированным купонным доходом.

Долгосрочный процентный фьючерсный контракт — это стандартный биржевой договор купли-продажи стандартного количества и качества облигаций на фиксированную дату в будущем по цене, согласованной в момент заключения сделки.

Стандартная конструкция долгосрочного процентного фьючерса:

- **цена фьючерсного контракта** устанавливается в процентах от номинальной стоимости облигации, например 90,5%;
- **стоимость (размер) фьючерсного контракта** — установленная номинальная стоимость облигаций, разрешенных к поставке, например, 100 тыс. долл., при купонном доходе, например, 10% годовых;
- **минимальное изменение цены (тик)** — обычно 0,01%;

- **минимальное изменение стоимости контракта** — произведение тика на стоимость контракта, например $0,0001 \times 100$ тыс. руб. = 10 руб.;
- **период контракта** — обычно на три месяца (т. е. в году четыре месяца поставки);
- **поставки по контракту** — это физическая поставка облигации по контракту, не ликвидированному до окончания срока его действия. Поставка производится отбираемыми биржей видами облигаций;
- **биржевая расчетная цена поставки по контракту** — биржевая рыночная цена в последний торговый день по данному фьючерсному контракту.

Фьючерсные контракты на индексы фондового рынка. Индекс фондового рынка, или фондовый индекс, есть обобщающий показатель изменения во времени определенной совокупности курсов акций компаний на фондовых биржах, рассчитываемый по установленным правилам.

В России наиболее известными индексами фондового рынка являются индексы «АК&М», «Интерфакса», журнала «Коммерсант», компании «Грант», Российской торговой системы.

Фьючерсный контракт на индекс фондового рынка, или краткосрочный фьючерс на индекс, — это стандартный биржевой договор, имеющий форму купли-продажи фондового индекса в конкретный день в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки.

Поскольку индекс — это просто число, которое, естественно, не может продаваться или покупаться, по фьючерсному контракту на индекс осуществляется только расчет в денежной форме на величину разницы между значениями индекса при заключении контракта и при его досрочном закрытии или на дату исполнения.

Фьючерсы на индексы относятся к группе фьючерсных контрактов на их разницу.

Стандартная конструкция фьючерсного контракта на индекс:

- **цена фьючерсного контракта** — величина фондового индекса, обычно безразмерная (например, 3000);
- **стоимость (размер) фьючерсного контракта** — произведение индекса на денежный множитель, указываемый в спецификации на контракт (100 долл., 25 фунтов стерлингов, 100 немецких марок и т. д.); например, 3000×100 долл. = 300 000 долл.;
- **минимальное изменение цены контракта (тик)** — соответствует минимальному изменению фондового индекса. Обычно это либо 1 пункт, либо 0,5 пункта;

- **минимальное изменение стоимости контракта, или стоимость одного тика**, — произведение одного тика на денежный множитель; например, 1 пункт \times 100 долл. = 100 долл., или $(3001 \times 100 \text{ долл.}) - (3000 \times 100 \text{ долл.}) = 100 \text{ долл.}$;
- **период контракта** — обычно на три месяца (т. е. из двенадцати месяцев четыре являются месяцами поставки);
- **поставка по контракту** — физическая поставка отсутствует. Если контракт не закрывается офсетной сделкой до истечения срока его действия, то в последний торговый день месяца поставки он закрывается автоматически по расчетной цене биржи этого дня. Расчет по контракту производится путем выплаты разницы в ценах выигравшей стороне контракта и уплаты этой разницы проигравшей стороной контракта;
- **биржевая расчетная цена поставки по контракту** принимается в размере уровня соответствующего фондового индекса на последний торговый день по фьючерсному контракту либо основывается на этом уровне.

Наиболее массовая операция с фьючерсом — на индекс.

Использование индексного фьючерса: 1) спекуляция на динамике фондовых индексов; 2) хеджирование (страховка) портфелей акций инвесторов от падения курсов акций, входящих в данный портфель.

Хеджирование и спекуляция — основные виды стратегий на фьючерсных и опционных рынках. Механизм хеджирования заключается в том, что участник рынка, хеджер, занимает одновременно прямо противоположные позиции — является покупателем биржевого актива на одном рынке и его продавцом на другом рынке в целях страхования ценовых потерь. Хеджирование — это форма биржевой спекуляции с определенной минимизацией риска.

6. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ

Биржевые активы имеют разные цены на реальном и на фьючерсном рынке. Образно говоря, цена фьючерсного рынка определяется соотношением спроса и предложения, которое создают хеджеры и спекулянты. Стоимость фьючерсного контракта может быть определена как такая его цена, при которой инвестору равно выгодно как покупка самого актива и последующее его хранение до момента использования или получения дохода по нему, так и покупка фьючерсного контракта на этот актив.

Стоимость фьючерсного контракта определяется постоянными и специфическими факторами:

Постоянные факторы	Специфические факторы
Цена на физическом рынке	Расходы на хранение
Срок действия фьючерсного контракта	Страховка
Процентная ставка	Комиссионные
	Налогообложение
	Валютный курс

Математический расчет стоимости фьючерсного контракта зависит от того, какие факторы учитываются. Так, учесть постоянные факторы можно по формуле:

$$C_a = C_a + C_a \times \Pi \times \frac{D}{360},$$

где C_a — стоимость фьючерсного контракта на биржевой актив А;

C_a — рыночная цена актива А на физическом рынке;

Π — банковский процент по депозитам;

D — число дней до окончания срока действия фьючерсного контракта.

Если биржевой актив сам по себе приносит определенный доход (дивиденд по акции или процент по облигации), то его следует вычесть из банковской процентной ставки, и предыдущая формула примет вид:

$$C_a = C_a + C_a \times (\Pi - P_a) \times \frac{D}{360},$$

где P_a — средний размер дивиденда по акции или процента по облигации.

Рыночная цена текущего дня на фьючерсный контракт под влиянием спроса и предложения будет колебаться вокруг этой его расчетной стоимости, что и даст возможность получить прибыль на разнице в ценах физического и фьючерсного рынков. Если стоимость фьючерсного контракта оказалась выше его рыночной цены, что означает его недооценку, тогда актив можно купить на фьючерсном рынке и продать на физическом, а на разнице получить арбитражную прибыль:

$$Pr = C_a - C_{fk},$$

где Pr — прибыль; C_a — стоимость фьючерсного контракта; C_{fk} — рыночная цена фьючерсного контракта.

Арбитражная операция сводится к тому, чтобы купить там, где дешевле и продать, где цена выше. Если стоимость фьючерсного контракта ниже его рыночной цены, то формула операции будет выглядеть так:

$$Pr = Цфк - Ca.$$

В момент исполнения фьючерсного контракта ($D = 0$) стоимость его равна цене на физическом рынке:

$$Цфк = Ca = Ца.$$

Пока срок действия фьючерсного контракта не окончился, существует разница между его ценой и ценой актива, которая называется **базисом фьючерсного контракта**:

$$Б = Цфк - Ца.$$

6. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА БИРЖЕВЫЕ ОПЦИОНЫ

Стоимость биржевого опциона определяют несколько иные факторы:

- цена актива на физическом рынке;
- цена исполнения опциона;
- срок действия опциона;
- процентная безрисковая ставка (например, по гособлигациям);
- колебания цены актива, лежащего в основе опциона.

Стоимость опциона складывается из двух частей: **внутренней стоимости** опциона (разница между рыночной ценой актива и ценой исполнения опциона) и **временной (внешней) стоимости** (разница между премией и внутренней стоимостью опциона).

В целом характер влияния факторов на опционную премию можно свести в таблицу:

Таблица 2

Взаимосвязь ценностных факторов и опционной премии

Ценностный фактор	Премия на покупку опциона (колл)	Премия продажи опциона (пут)
1. Увеличение текущей цены актива	увеличивается	уменьшается
2. Увеличение цены исполнения опциона	уменьшается	увеличивается
3. Увеличение срока до исполнения опциона	увеличивается	увеличивается
4. Увеличение безрисковой процентной ставки	увеличивается	уменьшается
5. Увеличение волатильности цены актива	увеличивается	увеличивается

Раздел IV

ЭВОЛЮЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 11. ИСТОРИЧЕСКИЕ ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Зарождение рынка ценных бумаг.
2. Становление рынка ценных бумаг.
3. Налогообложение и государственные гарантии.
4. Развитие фондовой биржи.
5. Советский период в истории ценных бумаг.

Масштабы использования ЦБ определяются состоянием делового мира и уровнем предпринимательской активности в стране. Рассматривая развитие российского РЦБ в историческом аспекте, обычно выделяют следующие периоды: 1) дореволюционный (до 1917 г.); 2) советский (с нэпа и последующие годы); 3) современный (начался с приватизации государственной собственности).

1. ЗАРОЖДЕНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Экономические преобразования первой четверти XVIII в. проводились сверху с применением самого жесткого внеэкономического принуждения и насилия. Реформы Петра I радикально изменили прежнюю систему предпринимательства и вызвали заметный подъем деловой активности в стране. Обычно в этой связи отмечается, что первая биржа в России возникла по инициативе царя Петра I, однако не всегда добавляется, что, как и многие новшества петровского периода, «биржа оказалась чересчур высоким по своей коммерческой структуре институтом для русской торговли»¹. Практически целое столетие Санкт-Петербургская биржа оставалась единственной во всем государстве, что объяснялось незначительностью торгового оборота, примитивностью форм организации торговли.

Усиление роли государства в экономике сопровождалось принятием ряда законодательных актов: указом от 1721 г. устранялась монополия

¹ Бак И. С. Биржа на Западе и в СССР. Харьков, 1926. С. 93.

купечества, теперь торговлей разрешалось заниматься лицам всякого звания, кроме военных, а ранее изданный указ о единонаследии (1714 г.) прямо рекомендовал сыновьям дворянских фамилий заниматься коммерцией. Поддержка правительством «новых» предпринимателей имела для последних далеко не однозначные последствия. Внедрявшийся государственный монополизм на особо доходные товары и привилегии, в том числе предоставленное в 1721 г. право на покупку крепостных крестьян к предприятию, заметно сузили пространство для свободной конкуренции, поиска новых форм предпринимательской инициативы. Так, в 1762 г. императором Петром III были запрещены акционерные компании, которые, по его мнению, служили лишь приютом для обанкротившихся торговцев. Поворот в экономической политике в направлении поддержки внутренней и внешней торговли произошел при Екатерине Великой, учредившей в 1785 г. для этих целей особую комиссию по коммерции. Императрица поощряла организацию таких торговых организаций, как Нижегородская, Воронежская, средиземноморская и другие компании, лично приобретая их акции.

В начале XVIII в. в хозяйственной деятельности применялись векселя («совестные письма»), однако действовавшее законодательство не учитывало их (иногда в спорных случаях использовались нормы Соборного уложения 1649 г., применявшиеся для разбора ростовщических сделок). Вексель пришел в Россию гораздо позже, чем он окончательно утвердился в Европе в качестве платежного средства и доходной бумаги.

Первый Вексельный устав был утвержден в 1729 г. комиссией при Коммерц-коллегии. В нем утверждались основные принципы (простота оформления, скорая и безусловная процедура взыскания долга с публичной продажей имущества в случае отказа платить по векселю). Векселя оформлялись на обыкновенной (не гербовой) бумаге по установленной форме. Решение по искам принималось в Ратушном и Таможенном судах не позже чем через 8 дней после обращения кредиторов. Через две недели (в особых случаях через месяц) имущество несостоятельного должника продавалось с публичного торга. Если вырученной суммы не хватало для уплаты долга, ответчик подлежал аресту. Большая часть статей Вексельного устава касалась переводных векселей; регламентировалось также и обращение простых векселей. Наряду с частными рассматривались казначейские векселя. В XVIII в. преобладали простые векселя, тратты использовались редко. Крепостные крестьяне, занимавшиеся торговлей, не имели права использовать векселя.

С 1800 г. наряду с Вексельным действовал *Банкрутский устав*, подробно регламентировавший процедуру взыскания долгов как по векселям, так и по другим долговым обязательствам.

Первоначально потребности государства в необходимых финансовых ресурсах удовлетворялись большей частью за счет распространения крупных государственных займов на иностранных рынках. Весьма показателен для понимания особенностей российского фондового рынка тот факт, что исторической точкой отсчета его возникновения считается 1769 г., когда в Амстердаме был размещен первый выпуск российского государственного займа.

Фактически прогресс в развитии частного предпринимательства в России начался лишь после реформы Александра I. Указами от 23 февраля 1806 года и 29 декабря 1812 года крестьянам разрешалось вести широкую оптовую и розничную торговлю в городах, в том числе импортными товарами. Многие из крестьян при этом оставались крепостными и платили податей больше, чем купцы (не считая оброчных повинностей помещику). Сохранявшаяся неполноправность крепостных предпринимателей компенсировалась чрезвычайно высоким уровнем их деловой активности. Она проявлялась не только в торговле, но и в промышленном деле.

Реформа коснулась и такой важной сферы, как акционерное дело. *Манифестом от 1 января 1807 г.* для купечества устанавливалось два вида торговых домов: товарищество полное и товарищество на вере. Участие в торговом доме подразумевало полную имущественную ответственность каждого из членов объединения. Одновременно с разрешения правительства предусматривалась возможность создания акционерных компаний, участие в которых предусматривало лишь ограниченную ответственность в пределах вкладов акционеров. Но еще за два года до публикации манифеста последовал указ императора от 1805 г. сенату, согласно которому АО могло отвечать за понесенные убытки только в размере складочного капитала.

Манифестом Александра I вводились особые, по сравнению с торговым домом купцов, правила деятельности АО, что означало освобождение акционеров от необходимости вступления в купеческие гильдии и несения соответствующих обязанностей. Не менее важным было и то, что акционерная форма организации предприятий давала возможность участия в них в качестве совладельцев представителей различных сословий, в том числе дворян. Для последних такое участие не роняло их дворянское достоинство, поскольку, в отличие от участия в торговом доме, не являлось тождественным купеческой деятельности.

В 30-х годах XIX в. на фондовом рынке появляются в обращении акции и облигации частных компаний, выпуск и обращение которых регулировались принятым в 1836 г. *Законом о промышленных обществах*. Многие компании прибегали к различным уловкам для увеличения своих капиталов за счет выпуска облигационных займов, чтобы не менять состав собственников. Такие операции и обходились дешевле, и привлекали капиталы таких консервативных собственников, которые избегали ЦБ с неопределенной доходностью. Однако их оборот по сравнению с государственными процентными бумагами и аналогичными бумагами на западном фондовом рынке был незначителен.

При Николае I в 1832 г. был подготовлен специальным комитетом, состоявшим из чиновников министерства финансов, других ведомств, а также предпринимателей, *второй Вексельный устав*. Устав имел два раздела — «О векселях вообще» и «О взыскании по векселям». Устав подтверждал основные принципы вексельного обращения, закрепленные в Вексельном уставе 1729 года (самодостаточность подписи векселедателя, простоту в оформлении и обращении векселя, безусловность и оперативность взыскания долга). Более четко проводились различия между простыми и переводными векселями. Помимо индоссамента (передаточной надписи на оборотной стороне векселя в целях передачи его в собственность другому лицу с ответственностью надписателя перед векселедателем) предусматривалась препоручительская надпись, которая не передавала вексель в собственность другому лицу, а только давала право получить по нему деньги от имени владельца векселя. Кроме того, вводился безоборотный вексель (содержал фразу «без оборота на меня» и подпись надписателя, освобождающие его от ответственности за поступление платежа по векселю), а также бланковый вексель (без указания лица, которому этот вексель передается).

Сроки протеста и взыскания по векселям оставались прежними, но была подробно разработана процедура взыскания с указанием ответственных органов. Владелец векселя в случае протеста должен был обращаться в Управу благочиния, в небольших городах — к полицмейстеру, в уезде — к земскому исправнику или председателю земского суда. Им было поручено обеспечить сыск должника, арест и продажу с аукциона его имущества. Если вырученных средств не хватало на возмещение долга, должник лишался свободы и содержался в долговой тюрьме — т. н. «яме». В спорных вопросах дело решалось в Коммерческом суде (имеется ввиду специализация суда).

Одновременно с Вексельным уставом 1832 г. и в связи с ним были изданы *Устав о торговой несостоятельности* взамен Банкрутского

устава 1800 г. и *Положение о порядке описи, оценки и публичной продажи имущества*. В 1836 г. принят первый специальный закон об АО «*Положение о товариществах по участкам или компаниях на акциях*», закрепивший разрешительный (концессионный) порядок их оформления путем утверждения правительством уставов. Содержание устава определялось практикой акционерного дела. Состав учредителей и акционеров не ограничивался. Положение имело целью поставить под контроль хозяйственную деятельность компании и состояло из трех разделов: в первом формировались общие основы акционерного учредительства и права компаний; во втором — частные условия деятельности компаний, которые составляли основу их уставов; в третьем устанавливался порядок ходатайств об учреждении предприятия.

Для предотвращения негативных явлений в деятельности АО (спекулятивные сделки, биржевой ажиотаж) разрешались лишь именные акции. Закон гласил: «Во всех без изъятия компаниях... дозволяется только один род акций, именно с точным обозначением в них лица получателя, званием или чином, именем, отчеством и фамилией. Акции безыменные запрещаются»². В целом закон 1836 г. подготавливал необходимые правовые условия для развития в стране акционерного предпринимательства с одновременным сохранением за властями средств воздействия на него.

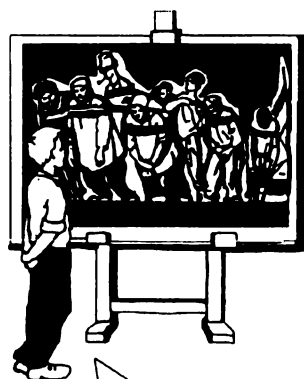
2. СТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Реформы получили дальнейшее продолжение после Крымской войны. В 1857 г. в состав Торгового устава в Свод законов Российской империи был включен Вексельный устав. Законодательство 60-х годов положило конец неравенству сословий в правах на занятие предпринимательской деятельностью. Вторая половина XIX века стала периодом настоящего бума в акционерном предпринимательстве, получившим название «грюндерства».

Акционерные общества стали эффективной формой организации предпринимательской деятельности, сыгравшей огромную роль в экономической истории цивилизации. Они расширили экономические возможности и позволили осуществить многие крупнейшие проекты, предопределившие ход исторического развития целых народов и государств. Акционерная форма позволяет привлечь в одно предприятие капиталы многих лиц, причем даже тех, которые сами не могут в силу разных

² Свод законов Российской империи. Т. X. Ч. 1. Ст. 2160.

причин заниматься предпринимательской деятельностью. Применение акций стало событием, преобразившим рынок недвижимости. Акции, являясь, с одной стороны, представителями прав собственности на весь объект в целом, с другой стороны, сами отчуждены от объекта. То есть рядовой держатель акций может не интересоваться тем, что на самом деле представляет собой этот объект как сооружение: корабль, завод, шахта или другое техническое сооружение. Индикатором успехов акционерного общества для держателя акций становится доход по ним и рыночная стоимость акций.



Неразвитость акционерного капитала стала причиной поражения России в Крымской войне ?

Примером может служить строительство железных дорог, которое было дорогостоящим во все времена. Казенное строительство Николаевской железной дороги длилось 8 лет и обошлось в 74 млн. рублей — астрономическую по тем временам цифру. Это оказалось дороже, чем строительство альпийской магистрали в Швейцарии с их сложнейшими тоннелями. На следующую железную дорогу — Варшавско-Петербургскую — в казне уже не было денег. Именно в это время Российская империя продемонстрировала свою отсталость, потерпев поражение в Крымской войне, одной из причин которого было отсутствие железных дорог. Можно сказать, что отсталость государственно-политического устройства России выражалась в препятствии широкому применению такой прогрессивной формы организации хозяйственной деятельности, как АО.

Отмена крепостного права стимулировала резкий подъем предпринимательской инициативы. На 1 января 1861 года в России действовало 128 акционерных фирм с капиталом 256 млн. рублей. За последующие 30 лет число АО возросло в пять раз, достигнув 658. Сумма их капиталов составила 1,3 млрд. рублей.

Российское законодательство предполагало деятельность двух видов предпринимательских объединений — торгового дома (полного и на вѣрѣ) и акционерной компании (или паевого товарищества). Главные различия между ними сводились к тому, что участие в торговом доме влекло за собой полную имущественную ответственность каждого из

компаньонов по всем делам фирмы, в то время как участие в акционерной компании предусматривало лишь ограниченную ответственность акционеров (или пайщиков) в пределах их вклада в уставной капитал предприятия. В результате круг компаньонов торгового дома сужался до небольшого числа хорошо знакомых и доверяющих друг другу лиц. Напротив, круг акционеров мог быть довольно широк, что подразумевало более легкий переход акций из рук в руки, в том числе их обращение на бирже. Отсюда следовало и законодательное закрепление размера основного капитала АО как гарантии его кредитоспособности по отношению к акционерам и третьим лицам и, наоборот, возможность свободного изменения этого капитала для торговых домов. Этим обусловлена и более простая регламентация создания и деятельности торговых домов по сравнению с акционерными компаниями, для которых требовалось разрешение правительства и была обязательной публикация устава.

Однако попытки заменить разрешительный порядок учредительства на регистрационный (явочный) заканчивались безрезультатно. При Александре II вводится система ограничений общегражданских прав АО по приобретению земли, занятию некоторыми видами производства, составу акционеров и администрации. В первую очередь это касалось иностранцев и лиц иудейского вероисповедания.

С 1871 г. правительство разрешило выпуск безымянных (предъявительских) акций (к 1914 г. только 40% акционерных компаний России использовали именные акции, остальные по их желанию могли иметь или предъявительские, или именные акции). В 1883 г. дозволен выпуск привилегированных акций, по которым выплачивался фиксированный процент независимо от результатов деятельности компании. Акции также различались по числу голосов, предоставлявшихся их владельцам на общих собраниях акционеров: безголосые (ими были привилегированные акции), одnogолосые, многоголосые. Все условия оговаривались в уставах АО. Акции имели номинальную и рыночную цены. Номинальная цена указывалась на акции.

Для России был характерен сравнительно высокий номинал акций, наиболее были распространены 250-рублевые, с 1910 г. большое распространение получили 100-рублевые акции. Законодательство не ограничивало размер «купюр», т. е. номинальную стоимость акций, определение которой целиком зависело от учредителей компаний. Исключением стали акции первого выпуска Общества для улучшения помещений для рабочих в Петербурге номиналом 25 руб. Номиналы акций российских компаний казались слишком высокими даже иностранным пред-

принимателям. Во Франции были распространены акции номиналом 10, 20, 30, 50 и 100 французских франков. Англичане, к примеру, учреждая какое-либо дело в России, предпочитали выпускать акции русского предприятия в Лондоне в мелких «купюрах» — 10 руб. и ниже.

С 1884 г. ограничивалось участие высших государственных служащих в управлении делами компаний, совместительство прямо запрещалось для чинов первых трех классов и ряда начальственных должностей, для всех остальных чиновников зависело от разрешения начальства. В 1885 г. была введена обязательная публичная финансовая отчетность акционерных компаний.

К этому времени широкое применение в хозяйственной практике получил вексель, ставший основным связующим звеном между промышленниками и торговцами и превратившийся в «бумажную тень» товарообмена. Особенностью его обращения было то обстоятельство, что в то время обычный вексель не использовался в качестве финансового инструмента, а был исключительно средством платежа.

Схема вексельного оборота не слишком отличалась от используемой в современной практике. Купец расплачивался с фабрикантом за поставленный товар векселем. Фабрикант продавал полученный вексель банку, который «учитывал» вексель, выдавая наличные с учетом дисконта. Величина дисконта составляла учетную ставку.

Несмотря на то, что предприниматель уступал вексель банку, он продолжал нести ответственность перед ним по обязательству. В случае отказа платежа банк имел право в судебном порядке взыскивать сумму, определенную клиентом, с обоих клиентов. Векселя с двумя подписями — эмитента и его получателя — тогда получили наибольшее распространение в России. Переадресация банком претензии от векселедателя клиенту получила название «протест векселей». Банк очень ответственно подходил к учету векселей, считая его наиболее важной операцией. Утверждение вексельной операции происходило на заседаниях правления и совета банка, учетный комитет, как правило, состоял из известных представителей торгово-промышленного мира. Уже в то время в Москве и Санкт-Петербурге существовали так называемые «бюро справок о кредитоспособности», снабжавшие банки соответствующей информацией.

Использование термина «учетная ставка» (применительно к ставке по централизованным кредитам, выдаваемым Центробанком) в настоящее время ряд ученых считает не совсем корректным, так как никакого

«учета» векселей при этом не происходит³. А вот на Западе термин «учетная ставка» отражает именно величину дисконта, по которой оплачиваются векселя.

Коммерческие банки практиковали и переучет оплаченных векселей в Государственном банке на специальных текущих счетах, который предоставлял под этот залог ссуды. Таким образом банки освобождали затраченные капиталы, наращивая активы и одновременно кредитую оборотные средства предприятий.

Финансовые ресурсы на денежном рынке обходились клиентам гораздо дороже, чем на западном рынке. Так, например, в Петербурге частный дисконт при учете векселя в коммерческом банке обходился клиенту в 6–7,5% (в Государственном банке еще дороже), в то время как в Лондоне эта операция стоила 4–6%, Париже — 3,5–4%, в Берлине — 3,2–6%. Но средняя валюта векселя в России была выше в 3–5 раз и составляла 1–1,5 тыс. руб. Срок обращения векселя в России колебался от 6 до 9 месяцев, в то время как в Европе с развитой кредитно-финансовой инфраструктурой — не более 3 месяцев.

Несмотря на четкое юридическое обеспечение вексельных операций, на этом рынке нередким явлением было мошенничество. Наиболее часто встречалось намеренное объявление банкротом — т. н. «выворачивание на себя шубы». Банкрота ожидала долговая тюрьма и скорее всего, конец предпринимательской карьеры, но цель была достигнута — сохранено переписанное на родственников имущество и капиталы, в которые и был помещен полученный ранее кредит.

С 1906 г. начали действовать «Правила о порядке выдачи именных бумаг по российским государственным займам и о способах возобновления утраченных именных ценных бумаг». Государственные облигации были как именными, так и на предъявителя. По новым правилам владелец предъявительских облигаций мог заменить их именными облигациями, или «удостоверениями именной записи». Проценты по таким удостоверениям выдавались только указанному в них владельцу и в определенной кассе. Государство поощряло перевод предъявительских ЦБ в именные. Эта процедура осуществлялась беспрепятственно и за казенный счет. Перевод же именных бумаг в предъявительские оплачивался владельцем бумаг.

³ См.: Тихонов А. Центр экономической истории и теории МГУ // Рынок ценных бумаг. 1996. № 10. С. 41.

3. НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ И ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ГАРАНТИИ

Налог с «доходов от денежных капиталов» был введен в 1885 г. и составлял 5% дохода, получаемого по различным ЦБ: процентным бумагам (государственным, общественным, частным), в том числе с гарантированного дохода по акциям железнодорожных обществ, с дивидендов по негарантированным правительством акциям, по вкладам на текущий счет и другим процентным вкладам, внесенным в государственные и акционерные банки, общества взаимного кредита и др.

Выпуск ЦБ облагался так называемым гербовым сбором (налог на эмиссию). Размер сбора составлял 0,5% от совокупной номинальной стоимости ЦБ. Если же цена размещения бумаг (эмиссионный курс) отличалась от номинальной, то гербовый сбор взимался с большей суммы.

Отдельные государственные займы могли быть освобождены от налога. В этом случае в законе о займе записывалось: «облигации сего займа освобождаются навсегда от всяких русских налогов». Освобождение займа от налогообложения практиковалось обычно при размещении его за границей, чтобы сделать облигации более привлекательными для иностранных инвесторов. Из 73 госзаймов, записанных в Государственную долговую книгу на 1 января 1913 г., были освобождены от налогообложения 54.

В некоторых случаях владельцы ЦБ городских займов также могли избежать пятипроцентного налога. Когда покупатели, главным образом иностранные, не желали его платить, городская администрация могла пойти им навстречу и взять на себя обязанности по уплате суммы налога в казну.

Допускалось и освобождение от налога доходов по банковским вкладам. Прежде всего это были вклады в Государственный банк. Кроме того, от налога освобождались вклады, внесенные в государственные сберегательные кассы и в учреждения мелкого кредита, чтобы стимулировать народные сбережения.

Важное исключение делалось по отношению к акциям и паям торгово-промышленных предприятий. Эти ЦБ освобождались от пятипроцентного сбора, поскольку акционерные, паевые и иные товарищества уплачивали особый дополнительный налог с предприятий, «обязанных публичной отчетностью», который включал в себя налог с капитала (15 копеек с каждой сотни рублей) и процентный сбор с прибыли.

Система правительственных гарантий должна была способствовать привлечению капиталов, главным образом иностранных, в строительство железных дорог через систему т. н. «гарантированных» акций и облигаций железнодорожных обществ. Правительственные гарантии предусматривали, что если по результатам финансового года АО не могло выплатить положенный процент по облигациям или минимальный установленный уставом дивиденд по акциям, то выполнение этих обязательств брало на себя государственное казначейство. Таким образом, владельцы акций и облигаций в любом случае получали причитающийся им доход, а гарантийные выплаты записывались как долг железной дороги казначейству.

Выдача гарантий была едва ли не единственной формой участия государства в железнодорожном строительстве, а форма гарантий неоднократно менялась в течение всего периода строительства. Поскольку получение гарантий зачастую сопровождалось множеством злоупотреблений, из-за чего дорожало строительство, а государственный бюджет обременялся ежегодными платежами, правительство обусловило выдачу гарантий рядом требований, в частности, ввело государственный надзор за размещением гарантированных займов и расходованием привлеченных средств.

В конечном итоге правительство стало обеспечивать гарантии прежде всего на облигационный капитал. На акционерный капитал давались ограниченные гарантии — не выше 3% на время постройки железнодорожной линии. К началу 1913 г. правительство прогарантировало 50 облигационных займов 22 железнодорожных обществ на 1,7 млрд. руб., тогда как акционерный капитал был гарантирован всего лишь у четырех обществ на 30 млн. руб.

4. РАЗВИТИЕ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Важную роль в деловой жизни России в этот период стали играть биржи. До середины века понятие «фондовая биржа» было применимо лишь для Петербургской, поскольку только на ней были разрешены сделки с акциями *Уставом биржи* и *Положением о маклерах и биржевом комитете*, утвержденными еще в 1832 г. и действовавшими вплоть до революции. Операции с фондами и валютой велись также, хотя и в ограниченном масштабе, на биржах Москвы, Одессы, Варшавы, Киева, Риги и Харькова.

Особенностью развития бирж в России было сильное государственное регулирование, что проявлялось в регламентации фондовых операций.

В 1883 г. были утверждены первые *Правила для сделок по покупке и продаже фондов и акций* на бирже. С частными ЦБ российские биржи могли осуществлять только две основные операции: подписку на новые выпуски этих бумаг и покупку и продажу их за наличные. Ссудная операция под залог ЦБ с возникновением в стране коммерческих банков почти целиком перешла к ним. Торговля же акциями на срок запрещалась властями, а потому могла вестись лишь нелегально. Таким образом, биржа лишалась одной из важнейших операций.

С приходом в 1892 году на пост министра финансов С. Ю. Витте биржевое дело подверглось реформированию. В 1893 году были разрешены срочные сделки с ЦБ. Покупка акций не на наличные деньги и поставка их на конкретный срок и по конкретной цене перестали рассматриваться властями как противозаконные.

Введение в биржевой оборот массы новых ЦБ «разогрело» котировки до такой степени, что правительство стало опасаться нежелательных последствий для экономики в случае их обвала. Кроме того, к началу 90-х гг. биржа сделалась ареной спекуляций с русской валютой, что могло сказаться на готовившейся тогда денежной реформе. Законом от 8 июня 1893 г. были приняты меры по упорядочению биржевой торговли, в частности, торговли ЦБ: введены некоторые ограничения в праве производить операции на бирже без посредничества маклеров, книги маклеров были подчинены ревизии министерства финансов, т. е. биржу сделали подконтрольной правительству.

В 1895 г. введено положение о необходимости получения разрешения министерства финансов на допуск ценностей к котировке на бирже.

В целях дальнейшей нормализации биржевой деятельности в 1901 году был принят новый закон, реформировавший операции Петербургской биржи. Наиболее важным положением этого закона являлась организация при бирже **фондового отдела** (с последующим распространением этой меры на все другие биржи страны). В соответствии с правилами фондовый отдел являлся организованным обществом, делами которого руководили общее собрание действительных членов отдела и совет отдела. Посещать фондовый отдел могли его действительные члены (представители банков и лица, получившие «промысловые свидетельства I разряда на производство банковских операций»), постоянные посетители, гости и представители министерства финансов. Прием в действительные члены осуществлялся закрытым голосованием при на-

личии у кандидата рекомендации двух действительных членов. Статус действительного члена позволял заключать на бирже сделки лично или через представителя. Постоянными посетителями фондового отдела могли быть все получившие в Санкт-Петербурге промысловое свидетельство, соответствующее свидетельству первой гильдии. Постоянные посетители заключали сделки только через фондовых маклеров. Гости, т. е. заинтересованные лица, допускались на биржу по рекомендации действительных членов после сложной процедуры согласования и решения и не могли заключать сделки.

Состав фондового отдела утверждался министром финансов, который мог назначать непосредственно членов совета. Совет устанавливал время проведения биржевых собраний, издавал правила заключения сделок, инструкции для маклеров по ведению биржевых книг, определял форму биржевого бюллетеня, разрешал споры при заключении сделок. Маклеры действовали исключительно по приказам и не могли осуществлять сделки за собственный счет. Кандидатуры маклеров утверждались министром финансов по рекомендации совета фондового отдела. Маклеры приводились к присяге и вносили залог в 15 тыс. рублей. Залог предназначался для покрытия возможных убытков от неправильных действий маклера. Обо всех заключенных сделках маклеры сообщали котировальной комиссии и регистрировали в специальных книгах все полученные от клиентов приказы на продажу и покупку ЦБ.

Накануне первой мировой войны видное место в деловой жизни, помимо Петербургской и Московской бирж, занимали Астраханская, Благовещенская, Воронежская, Екатеринбургская, Екатеринодарская, Екатеринославская, Иркутская, Камышинская, Курганская, Новороссийская, Омская, Рыбинская, Самарская, Симбирская, Таганрогская, Читинская, Ярославская и ряд других.

Котировальный лист. В дни биржевых торгов издавался котировальный лист на русском и французском языках. В первой его части давались сведения о состоянии вексельного курса, во второй — котировка ЦБ. В бюллетене содержались сведения о размере и сроках платежа дивидендов по твердопроцентным бумагами, о номиналах акций и дивидендах по ним за последние три года. Кроме того, бюллетень содержал сведения о ценах состоявшихся на бирже сделок по категориям бумаг и отраслям промышленности.

Для составления биржевого бюллетеня в составе фондового отдела была образована особая комиссия, в которую наряду с членами биржи входили представители министерства финансов. Маклеры и действи-

тельные члены фондового отдела подавали в комиссию на особых бланках «заявления» — данные о заключенных сделках.

Листинг. Одной из важнейших функций фондового отдела являлся допуск ЦБ к официальной котировке, удостоверявший ее «качество». *Правила о допущении бумаг к котировке на фондовом отделе Санкт-Петербургской биржи* были утверждены министром финансов в сентябре 1902 года. Государственные и гарантированные правительством ЦБ включались в котировку по распоряжению министра финансов, закладные листы частных земельных банков, облигации городов и городских кредитных обществ — по постановлению совета фондового отдела и на основании ходатайства эмитентов этих бумаг (банков, кредитных обществ и городских администраций).

Прочие ЦБ допускались к котировке на следующих условиях: общая сумма эмиссии не могла быть менее 500 тысяч рублей. Необходимо было представить сведения о допуске ЦБ к котировке на других биржах. Требовалось представить отчеты, балансы, протоколы акционерных собраний за последние три года существования предприятия. Члены правления компании брали на себя обязательство регулярно направлять совету фондового отдела биржи отчеты и протоколы общих собраний. Обязательно представлялся проспект, содержащий сведения о финансовом положении предприятия, нарицательной сумме выпускаемых акций, о начальном курсе, по которому ЦБ будут предлагаться на первых торгах. Необходимо было также выделить средства на публикацию объявлений и проспекта.

Правила допуска к котировке не обязывали эмитентов представлять документы, подтверждающие полноту и достоверность сведений, содержащихся в проспекте эмиссии. Однако если у членов совета фондового отдела возникали какие-либо сомнения, они с согласия правления компании могли произвести «личный осмотр предприятия и его книг». В процессе обсуждения заявления о допуске ЦБ к биржевым торгам не могли принимать участия те члены союза, которые были явно заинтересованы в решении вопроса — являлись учредителями предприятия, членами правления и т. д.

Широкие полномочия по вопросу допуска ЦБ к котировке имело министерство финансов. Его представители, входившие в состав совета фондового отдела, могли вносить протест министру на сомнительные, с их точки зрения, решения. При этом до момента разрешения спора вышестоящие такие решения приостанавливались.

В конце XIX века темпы развития фондовых рынков в России ускоряются, что было связано с ростом количества акционерных предприя-

тий. Акционерные предприятия были одной из основных форм предпринимательства во второй половине XIX — начале XX вв. Их численность и сумма акционерного капитала постоянно возрастали.

Однако развитие процесса формирования РЦБ теперь уже сдерживалось жесткими законодательными ограничениями. Так, например, для изменения устава АО было необходимо разрешение правительства. Даже биржи, по своей природе являющиеся саморегулирующимися организациями, находились под жестким правительственным контролем. Все это исключало возникновение биржевого краха, но в то же время сковывало участников РЦБ.

В 1902 г. был издан *третий Вексельный устав*, в котором были исключены некоторые архаичные положения прежнего документа, где государственное регулирование затрагивало биржевые операции. По закону 1902 г. лица, давшие неверные сведения о бумагах, вводимых на биржу, обязывались возместить приобретателю разницу между первоначальным и настоящим курсом бумаги или же приобрести эту бумагу у него по первоначальному курсу. Дача заведомо ложных сведений о бумаге с корыстной целью рассматривалась как уголовное преступление.

Правительственные комиссии участвовали в работе комиссий, устанавливавших на основе сведений биржевых маклеров средние курсы для котировального бюллетеня, официально издаваемого биржей. Для русских бирж всегда было характерно активное участие в их деятельности представителей государственной администрации.

К началу первой мировой войны Россия занимала пятое место в мире по объему биржевого оборота. Так, в 1912 г. в разных государствах мира находились в обращении ЦБ на общую сумму 850 млрд. французских франков: первое место занимала Англия с оборотом 150 млрд. фр. фр., в число лидеров входили США — 140 млрд. фр. фр., Франция — 115, Германия — 110, затем с большим отрывом следовали Россия — 35, Австро-Венгрия — 26, Италия — 18, Япония — 16 млрд. фр. фр. В России в это время насчитывалось 2000 акционерных компаний, из них на Петербургской бирже котировались акции лишь 295. За границей обращалась большая масса российских ЦБ, оценивавшаяся к 1915 году в 7,8 млрд. руб., что превышало 1/3 общей суммы выпущенных в России ЦБ. На западноевропейских биржах котировались главным образом бумаги российских госзаймов и облигации железных дорог. Тот факт, что многие российские ЦБ обращались на биржах Парижа, Берлина, Лондона, ставил российские биржи, и прежде всего Петербургскую, в сильную зависимость от них. Наиболее крупными операторами на российских фондовых биржах были коммерческие банки России. В обороте

фондовых ценностей принимали участие государственный банк и министерство финансов.

Россия присоединилась к международному Вексельному уставу, который был принят в 1912 г. в Гааге. В начале XX в. в России использовались различные виды векселей. Чем больше было лиц, поставивших подпись на векселе, тем более обеспеченным он считался, т. к. все прежние векселедержатели становились совокупно ответственными за уплату долга. Нередкой была фальсификация векселей, когда они выдавались либо от лица вымышленного, либо заведомо неспособного оплатить их («бронзовый вексель»).

В 1910 году члены Государственной думы выступили с проектом реформы акционерного законодательства; главная цель — создание условий для более широкого участия в компаниях мелкого и среднего капитала, изменение порядка учредительства. В 1916 году утвержден *Нормальный устав торгово-промышленных акционерных обществ*, в котором впервые разрешалось помещение запасного капитала в дивидендные бумаги и приобретение акционерными компаниями недвижимости. Предпринимались попытки разработать законопроекты с целью предоставить АО большую свободу деятельности.

Развитие РЦБ в Российской империи характеризовали отсутствие инфляции и активное участие иностранного капитала, чему способствовало наличие золотого стандарта и отсутствие ограничений на перемещение капитала в ведущих государствах мира. Основной проблемой российского РЦБ было отсутствие массового инвестора, в первую очередь из-за низкого уровня жизни основной массы населения. Привлечение иностранного капитала было одной из первоочередных задач правительства, особенно в 90-е годы XIX в. — период модернизации российской экономики. Иностранный капитал вкладывался преимущественно в государственные облигации и гарантированные правительством акции и облигации железнодорожных компаний. В начале XX в. (1908 г.) 40% акционерного капитала составляли иностранные инвестиции. Большой удельный вес иностранных инвестиций отмечался в угольной и металлургической отраслях, незначительный — в банковской сфере.

Российское правительство активно использовало различные способы влияния на курсы российских ЦБ, котирувавшихся на западном рынке. Так, в период первой революции и роспуска I Государственной думы на парижской бирже ЦБ госзайма апреля 1906 г. упали до 68% номинала. Министр финансов В. Н. Коковцев предложил парижским банкирам совместно с российским госбанком открыть общий счет, перечислить туда определенный капитал и провести операцию по поддержке курса

ЦБ, распределяя прибыли и убытки пропорционально внесенному капиталу. Однако французские банкиры не пошли на эти меры, и российское правительство решило осуществить эту акцию самостоятельно, выделив для этих целей 5 млн. руб. В итоге на фоне наступившей политической стабилизации скупка ЦБ даже на небольшую сумму в корне изменила ситуацию. Иностранные биржевики, делая ставку на недооцененность российских ЦБ, начали их активно скупать, а российский синдикат финансовых организаций — соответственно снова продавать приобретенные бумаги. В конечном итоге госбанк получил на этой операции 1 млн. руб. чистого дохода.

После февральской революции, 10 марта 1917 г. Временное правительство приняло постановление, устранившее многие из ранее действовавших ограничений на деятельность акционерных компаний. Отменялись все законы, до тех пор ограничивавшие деятельность АО, в том числе касавшиеся иностранцев и лиц иудейского вероисповедания. В апреле 1917 года было разрешено создавать компании при широком участии в их капиталах, прибылях и управлении ими рабочих и служащих. Это вызвало бурное развитие акционерной формы хозяйствования и рынка частных ЦБ. Так, до сентября 1917 г. в условиях нестабильной политической обстановки в России были учреждены 734 акционерные компании с капиталом в 8 млрд. руб., что превышало уровень 1913 г. в 2 и 4 раза соответственно. Всего ко времени революции в октябре 1917 года в России действовало 2350 торгово-промышленных компаний с номинальным капиталом 6040 млн. рублей, а также 58 железнодорожных акционерных обществ с капиталом 229 млн. рублей. В финансовой сфере оперировали 51 коммерческий и 10 ипотечных банков с капиталом, соответственно, 824 и 92 млн. рублей.

5. СОВЕТСКИЙ ПЕРИОД В ИСТОРИИ ЦЕННЫХ БУМАГ

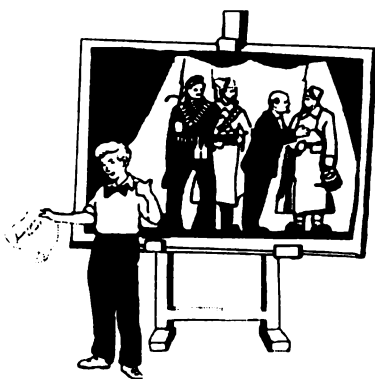
После революции началось последовательное наступление новой власти на частное предпринимательство в России. С конца 1917 г. крупнейшие компании были национализированы. В 1918–19 гг. декретами СНК РСФСР была прекращена выплата дивидендов, аннулированы акции АО.

В период нэпа государство прибегало к акционированию предприятий для привлечения частного капитала: в 1922 г. было образовано 20 АО, в 1925 г. — свыше 150 АО. Акционирование затронуло и банков-

скую сферу, в которой помимо госбанка насчитывалось пять крупных акционерных коммерческих банков, располагавших 95 филиалами.

Однако к началу 30-х годов практически все АО были преобразованы в государственные предприятия. Сохранились лишь два акционерных предприятия — Банк для внешней торговли СССР и Всесоюзное акционерное общество «Интурист». В период с начала 30-х годов до середины 80-х в СССР было создано только одно акционерное общество (Ингосстрах СССР), которое, подобно Внешторгбанку и «Интуристу», АО являлось формально (только юридически), т. к. его деятельность осуществлялась на тех же принципах, что и деятельность всех других государственных организаций.

Советское законодательство определило и порядок работы фондовых бирж. В октябре 1922 г. вышло *Постановление ВЦИК и СНК о валютных операциях*. Советские фондовые биржи стали органами регулирования валютно-фондового рынка и проводником государственной политики в этой сфере. В фондовых отделах допускались сделки по покупке и продаже иностранной валюты, векселей, чеков и иных платежных документов, государственных ЦБ, корпоративных облигаций, допущенных к обращению в СССР иностранных ЦБ. Существовал и внебиржевой рынок: там обращались, например, царские десятки и иностранные ценности, не допущенные к биржевой торговле по соображениям экономической политики; совершались спекулятивные сделки с отечественной валютой.



Декретом ВЦИК от 12 января 1918г.
все сделки с ценными бумагами
воспрещаются

Фондовые отделы находились в ведении Наркомфина, который устанавливал правила совершения сделок и осуществлял надзор за их деятельностью. Членами фондового отдела бирж и их постоянными посетителями могли быть представители Наркомфина, наркомата внешней торговли и госбанка, а также кредитные учреждения, крупные торговые и промышленные предприятия, кооперативные союзы, которым законодательно было предоставлено право производить биржевые фондовые операции. Остальные участники торгов могли совершать операции исключительно через маклеров. Маклеры, как профессиональные посредники, согласно положению о биржевых маклерах не могли производить операции ни за свой счет, ни от своего имени, не могли состоять на какой-либо службе или заниматься самостоятельной коммерческой деятельностью. Заключенные сделки оформлялись в т. н. «маклерской записке».

Несмотря на сходство во внешних формах организации фондовых отделов до революции и в период нэпа, их экономическая природа была различна: они являлись не объектом регулирующего воздействия, а органами регулирования валютно-финансовой сферы. Но в условиях расширения масштабов государственного планового сектора биржи стали быстро терять почву для существования сектора. В 1930 г. решением центральных органов власти фондовые биржи были полностью ликвидированы.

Конечно, оборот ЦБ имел место и в социалистической экономике, но в крайне ограниченных формах, поскольку государство имело широкие возможности привлекать средства для реализации своих программ через налично-денежную и кредитную эмиссию и поначалу не стремилось к развитию рынка государственных долговых обязательств. И все же возрождение ЦБ произошло за счет расширения государственного кредита и выпуска государственных ЦБ. Широкое распространение в это время получили выпуски облигаций государственных займов (за 20-е годы было выпущено 24 госзайма). Первый заем был осуществлен в 1922 г.: для физических лиц 6%-й выигрышный заем на 100 млн. руб., для предприятий — 8%-й с условием вложения в ЦБ 60 процентов собственного капитала. Несмотря на то, что в пору расстроенного денежного обращения людям было невыгодно вкладывать средства в ЦБ, поскольку при выкупе этих бумаг владельцы получали обесцененные деньги, государством был найден механизм привлечения сбережений населения. Были выпущены облигации хлебного и сахарного займа с указанием в номинале определенного количества пудов хлеба и килограммов сахара. Когда приходил срок гашения облигаций, государством

выплачивалась та сумма денег, которую стоило на тот момент обозначенное в облигации количество хлеба или сахара. Товарные облигации выпускались до финансовой реформы 1924 г., укрепившей устойчивость денег.

В этот же период и на таких же условиях был осуществлен выпуск облигаций т. н. «золотого займа» в червонцах — тогдашней советской конвертируемой валюте. Продолжали выпускаться денежные займы со свободно обращающимися облигациями, которые в любой момент можно было продать или купить в каждой сберкассе. Затем займы стали размещаться внеэкономическим (полупринудительным) образом: облигации выдавались в счет заработной платы рабочим и служащим. С начала 30-х гг. по 1957 г. было осуществлено 45 государственных займов. В 1948 г. займы 1936–1946 гг. были конверсированы в государственный 2%-й заем. Затем в 1957 г. правительство отсрочило выплаты по облигациям государственного займа на 20 лет.

Особенности госзаймов этого периода:

- осуществление в форме принудительного изъятия средств предприятий и заработной платы населения;
- экономическая незаинтересованность вкладчиков из-за низкого процента и частого неисполнения государством своих обязательств.

Погашение всех послевоенных займов завершилось в 1991 г. Приватизация общенародной государственной собственности в 1992 г. послужила основой формирования российского фондового рынка.

Тема 12. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ НА СОВРЕМЕННОМ РЫНКЕ

1. Особенности и функции государственных ценных бумаг.
2. Виды государственных ценных бумаг.
3. Развитие рынка государственных ценных бумаг.
4. Специфические государственные ценные бумаги на российском фондовом рынке.
5. Муниципальные ценные бумаги.

1. ОСОБЕННОСТИ И ФУНКЦИИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Государственные ценные бумаги — это долговые ЦБ, эмитентом которых выступает государство. По экономическому содержа-

нию это форма существования государственного внутреннего долга (Закон РФ «О государственном внутреннем долге РФ» и ст. 817 ГК РФ).

Долговые ЦБ выражают отношения займа между кредитором и заемщиком (эмитентом). Во всех долговых инструментах выражено фиксированное требование к эмитенту: эмитент обязуется выплачивать определенную процентную плату в течение срока действия инструмента и (или) возратить определенную сумму денег по окончании срока действия ЦБ.

Наименование ГЦБ. Хотя по своей экономической сути все виды ГЦБ есть долговые ценные бумаги, на практике каждая самостоятельная ГЦБ получает свое собственное название, позволяющее отличать ее от других видов облигации. Обычно кроме термина «облигация» используются термины «казначейский вексель», «сертификат», «займ» и др. Каждая страна использует свою терминологию для выпускаемых ГЦБ.

Функции ГЦБ. Выпуск в обращение ГЦБ может использоваться для решения следующих основных задач:

- **финансирование дефицита государственного бюджета** на неинфляционной основе, когда:

- расходы бюджета на определенную календарную дату превышают имеющиеся в его распоряжении средства на эту же дату (кассовый дефицит);

- поступление доходов за месяц или квартал оказывается меньше, чем средства, необходимые в этом же периоде для финансирования расходов бюджета (сезонный дефицит);

- по итогам года доходы бюджета меньше его расходов и этот дефицит не покрывается за счет поступлений в бюджет в следующем году (годовой дефицит);

- **финансирование целевых государственных программ** в области жилищного строительства, социального обеспечения и т. п.;

- **регулирование экономической активности:** денежной массы в обращении, воздействие на цены и инфляцию, на расходы и направления инвестирования, экономический рост, платежный баланс и т. д.

Преимущества ГЦБ. Во-первых, это самый высокий относительный уровень надежности для вложенных средств и, соответственно, минимальный риск потери основного капитала и доходов по нему. Во-вторых, наиболее льготное налогообложение по сравнению с другими ценными бумагами или направлениями вложений капитала. Часто для ГЦБ отсутствуют налоги на операции с ними и на получаемые доходы.

Размещение ГЦБ обычно осуществляется:

— через центральные банки или министерства финансов. Основными инвесторами в зависимости от вида выпускаемых облигаций являются: население, пенсионные и страховые компании и фонды, банки, инвестиционные компании и фонды;

— в бумажной (бланковой) или безбумажной формах. Имеется четкая тенденция к увеличению выпуска ГЦБ в безбумажной форме;

— разнообразными методами: аукционные торги, открытая продажа по установленным ценам, закрытое распространение среди определенного круга инвесторов и т. д.

ГЦБ занимают ведущее место на рынке облигаций, где их доля доходит до 50%, среди которых наибольший удельный вес имеют среднесрочные и долгосрочные облигации. Для сравнения: доля долгосрочных бумаг в структуре ГЦБ в США составляет около 20%, а в Японии — свыше 90%. Уже только по этой причине российский рынок ГЦБ вряд ли может быть устроен по образцу рынка какой-либо одной развитой страны. Структура и динамика рынка ГЦБ представлена в таблице.

Таблица 3

Структура и динамика рынка ценных бумаг в России в 1993–96 гг.

Виды ценных бумаг	1993 г.		1996 г.	
	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%
Ценные бумаги — всего	595	100	291 501	100
в том числе:				
акции	37	6	265	0,1
облигации органов гос. власти	283	48	288 938	98
из них:				
государственные краткосрочные облигации (ГКО)	240	40	156 950	54
облигации федерального займа (ОФЗ)	—	0	14 000	5
приватизационные чеки	270	45	—	0

Минфин и Центробанк пытаются изменить структуру источников финансирования дефицита бюджета. Если в 1997 г. на ГКО приходилось более 65% объема покрытия дефицита, то в 1998 г. их доля уменьшается в 2 раза.

2. ВИДЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В зависимости от сроков обращения и видов эмитента существует следующая группировка государственных ЦБ.

Таблица 4

Основные виды российских ГЦБ

Эмитент	Краткосрочные	Среднесрочные	Долгосрочные
Федеральные органы власти	ГКО — государственные краткосрочные бескупонные облигации	ОФЗ — облигации федерального займа	ГДО — государственные долгосрочные облигации
	КО — казначейские обязательства	Облигации внутреннего валютного займа	Облигации внутреннего валютного займа
Муниципальные органы власти	МКО — муниципальные краткосрочные бескупонные облигации	Муниципальные среднесрочные облигации	
	Муниципальные векселя	Муниципальные жилищные сертификаты	

3. РАЗВИТИЕ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Первым шагом в развитии современного российского рынка ГЦБ стал *Государственный республиканский внутренний заем РСФСР 1991 г.* Впервые в истории этого рынка был создан механизм, позволяющий осуществлять перепродажу облигаций. Заем был выпущен Минфином РФ на основании ст. 25 Закона РСФСР «О государственной бюджетной системе в 1991 году» на покрытие задолженности республиканского бюджета Центробанку России, образовавшейся по состоянию на 1 декабря 1990 г. в размере 79,7 млрд. руб.

Облигации номинальной стоимостью 10 тыс. руб. (или кратной 10 тыс. руб.) снабжены купонами и предназначены для реализации только среди юридических лиц. Процентная ставка установлена в размере 15% годовых. Доход выплачивается один раз в год 1 июля путем погашения соответствующего купона. Погашение облигаций должно начаться с 1 июля 2006 г. путем проведения ежегодных тиражей вплоть до 2021 г. Так как процентная ставка по облигациям составляет 15% годовых, то длительное время рыночная цена облигации была значительно ниже номинала. Общая суммарная стоимость этих облигаций

составляет около 0,2% государственных ЦБ России и не оказывает какого-либо влияния на состояние РЦБ.

В 1991 г. были выпущены *государственные долгосрочные облигации (ГДО)* со сроком обращения 30 лет. Объем займа — 80 млрд. руб., номинал облигаций — 100 тыс. руб. Выпускается в бланковом виде с набором купонов. Купонный доход — 15% от номинала облигации, выплачивается раз в год 1 июля. Центральный банк РФ осуществляет еженедельную котировку ГДО.

В июне 1991 г. обанкротился Внешэкономбанк СССР, который не мог вернуть валютные средства юридических и физических лиц, являвшихся его клиентами. С целью гарантирования возвращения этих средств Минфином РФ в соответствии с указом Президента РФ от 7 декабря 1992 г. № 1565, а также постановлением правительства РФ от 15 марта 1993 г. № 222 в первой половине 1993 г. был выпущен *внутренний валютный заем*, которым долги перед юридическими лицами переводились в облигации этого займа. (Долги перед физическими лицами были погашены в полном объеме с 1 июля 1993 г.) Валюта займа — доллары США. Процентная ставка — 3% годовых. Всего объем выпуска составил 11 385 млн. долл. Номинал облигации — 1000, 10 000 и 100 000 долл. США. Форма выпуска — предъявительская облигация с купонами. Дата выплаты по купонам — 14 мая каждого года; купон действителен в течение 10 лет. Номинал и процентная ставка налогами не облагаются.

Имеется биржевой и внебиржевой рынок этих облигаций. Биржевой рынок организован на базе Московской межбанковской валютной биржи. Число его участников сравнительно невелико и насчитывает несколько десятков торгующих фирм. Поскольку облигации имеют низкую купонную ставку, то рыночная цена значительно ниже номинала. Вывоз этих облигаций из России запрещен.

В начале 1992 г. Центробанк России приступил к разработке и осуществлению проекта по созданию современного рынка ГЦБ в России. В феврале 1993 г. Верховный совет России в целях осуществления антиинфляционных мероприятий и обеспечения финансирования целевых программ принял решение о выпуске принципиально новой ЦБ — *государственных краткосрочных облигаций (ГКО)*. Генеральным агентом по обслуживанию выпуска ГКО является Центральный банк России. Он регламентирует по согласованию с Минфином РФ вопросы размещения и обращения ГКО. На первичных торгах право покупки имеют уполномоченные организации — дилеры. Остальные желающие могут приобрести облигации через этих дилеров.

Выпуск облигаций решено было начать с эмиссии ЦБ со сроком обращения 3, 6 и 12 месяцев на безбумажной основе в виде записей на счетах номиналом 1 млн. руб. Для обеспечения работы рынка ГКО был разработан пакет документов, который регулировал правовые отношения участников, технологию размещения и погашения облигаций, вторичных торгов, работы депозитария и проведения расчетов, определена соответствующая инфраструктура. На Московской межбанковской валютной бирже была развернута компьютерная система для проведения электронных торгов и выполнения функции торговой системы, расчетной системы и депозитария. В качестве официальных дилеров выступают более 170 коммерческих банков, финансовых компаний и брокерских фирм.

В качестве единого показателя доходности рынка ГКО рассматривается средневзвешенная доходность всех обращающихся выпусков (взвешивание осуществляется по объему выпуска и по сроку до погашения). За время существования рынка этот показатель, называемый индикатором рыночного портфеля, колебался в интервале от 50 до 300% годовых, рассчитанная с поправкой на инфляцию реальная ставка доходности ГКО не превышала 100%.

ГКО являются дисконтными инструментами, то есть доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения облигации (номиналом) и покупной ценой, которая ниже номинала.

Например, инвестор покупает облигацию со сроком действия один год по цене 950 руб., а получает при погашении 1000 руб. Сумма 50 руб. будет являться доходом на инвестицию. Поскольку деньги предоставляются в долг, то этот доход часто называют *процентным доходом* или просто *процентами*. Только в данном случае проценты, или процентный доход — это абсолютная величина, выраженная в денежных единицах.

Доходность краткосрочной облигации может быть вычислена на основе так называемой банковской дисконтной ставки. При этом год принимается равным 360 дням (12 месяцев по 30 дней):

$$DR = \frac{D}{P} \times \frac{360}{T},$$

где DR — дисконтная доходность, дисконтная ставка; D — величина дисконта (процентного дохода) в денежных единицах; P — цена погашения облигации; T — срок действия облигации (в днях).

Если, например, инвестор приобрел краткосрочную облигацию сроком на 90 дней за 987,5 руб., а получил при погашении 1000 руб., то дисконтная доходность по данной облигации составит:

$$DR = 12,5/1000 \times 360/90 = 0,05, \text{ или } 5\%.$$

Дальнейшее развитие финансового рынка создало условия для выпуска государственных долговых обязательств со сроком обращения более года, а его участники набрали достаточный опыт для того, чтобы начать операции с инструментами более сложными, чем дисконтная облигация или облигация с фиксированным купоном. Очередным шагом в этом направлении явился выпуск в июне 1995 г. *облигаций федерального займа с переменным (ОФЗ-ПК) и постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД)* со сроком обращения до 5 лет и номиналом 1 млн. руб.

Следует отметить, что основной причиной выпуска ОФЗ-ПК была неопределенность динамики основных макроэкономических параметров, выражающаяся в нестабильности уровня процентных ставок. Такая экономическая ситуация препятствует долгосрочным соглашениям, поскольку заемщик опасается снижения уровня процентных ставок, а инвестор — их роста. Оптимальным для обеих сторон решением является договоренность о пересмотре ставок через определенные промежутки времени, когда процентные ставки заранее «привязываются» (т. е. изменяются — «плавают») к конкретному макроэкономическому показателю — доходности на рынке ГКО. ОФЗ-ПД выпускаются с купонным доходом, выплачиваемым ежеквартально, размер которого за все время обращения облигации постоянен. Их выпуск имеет тенденцию к росту — с 8 трлн. руб. в 1997 г. до 23 трлн. руб. в 1998 г.

12 августа 1995 г. правительством Российской Федерации было принято постановление № 812 «О генеральных условиях выпуска и обращения *облигаций государственного сберегательного займа* Российской Федерации». Впервые на российском фондовом рынке появился инструмент, представляющий интерес как для институциональных, так и для индивидуальных инвесторов.

Эти ЦБ были выпущены в виде сертификатов облигаций номинальной стоимостью 100 и 500 тыс. руб. со сроком обращения 1 год. Объем выпуска — 10 трлн. руб. — был разбит на транши по 1 трлн. руб. Минфин РФ как эмитент постарался сделать эти ЦБ максимально привлекательными для частных инвесторов. Купон по этим облигациям определяется исходя из размера купона облигаций ОФЗ-ПК, кроме того, по первым купонам первого и второго транша Минфином РФ была установлена премия. Их высокой ликвидности способствует также то, что они являются ЦБ на предъявителя и операции с ними не требуют специальных технологий. Купон по ОГСЗ выплачивается ежеквартально, платежным агентом по этому виду ЦБ является Сберегательный банк РФ.

Как и облигации федеральных займов с переменным купоном, эти ЦБ имеют льготное налогообложение в пределах сумм, выплачиваемых в качестве доходов по ним.

В 1996 г. в соответствии с постановлением правительства Российской Федерации «О некоторых вопросах выпуска внешнего облигационного займа 1996 года» начался выпуск *еврооблигаций*. Первый транш этих облигаций (известных в Европе под названием «ливры-1») был размещен на зарубежных финансовых рынках на сумму 1 млрд. долл. при ставке купонного дохода 9,25%. В 1997 г. был реализован второй транш еврооблигаций («ливры-2») на общую сумму 2 млрд. немецких марок. Бумаги выпущены сроком на 7 лет с величиной купонного дохода 9% годовых. Доходность российских еврооблигаций на 3,7 пункта превышает доходность немецких гособлигаций, составляющую 5,3% с аналогичным сроком погашения. 45% облигаций второго транша приобрели германские инвесторы, около 20% выпуска — страны Азии, примерно 10% приобрели британские инвесторы. Остальная часть облигаций разошлась в других европейских странах (Бенилюкс).

4. СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В соответствии с Законом РФ «О государственном внутреннем долге РФ» правительством РФ были выпущены некоторые специфические ЦБ, по существу не имеющие аналогов в мировой практике.

Так, в соответствии с постановлением правительства РФ № 321 от 14 апреля 1994 г. Минфином был осуществлен выпуск *казначейских векселей* 1994 г. на общую сумму 1,1 трлн. руб. Этими векселями погашалась государственная задолженность предприятиям. Векселя передавались на хранение в Центральный банк России без выдачи на руки владельцам. Владельцами векселей могли быть только юридические лица — резиденты РФ.

Казначейские векселя не получили широкого распространения, и уже 9 августа 1994 г. вышло постановление правительства РФ № 906 «О выпуске казначейских обязательств». *Казначейские обязательства* выпускались и обращались в бездокументарной форме в виде записей на счета уполномоченных депозитариев. Владелец КО мог осуществлять с ними следующие операции: погашать кредиторскую задолженность путем перевода КО на счета кредиторов; продавать юридическим и физическим лицам — резидентам РФ; использовать в качестве залога

при получении кредита в коммерческих банках; обменивать КО на налоговые освобождения в части платежей в федеральный бюджет.

5. МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Муниципальные ЦБ обычно выпускаются в виде муниципальных облигаций и векселей для привлечения финансовых ресурсов местными органами власти в случае дефицита местного бюджета или на внебюджетные цели. Эти ЦБ имеют статус государственных с точки зрения вопросов налогообложения для юридических и физических лиц, а также порядка эмиссии и обращения. Обычно муниципальные облигации являются свободно обращаемыми, т. е. их держатели могут свободно продавать и покупать облигации на биржевом или внебиржевом РЦБ в течение всего срока, на который выпущен облигационный заем. По окончании срока облигации выкупаются (погашаются) эмитентом по их нарицательной стоимости (с выплатой соответствующего дохода, если это предусмотрено условиями займа). Общее количество зарегистрированных муниципальных займов приближается к ста, а их номинальная стоимость превысила 6 трлн. руб. Рынок муниципальных ЦБ составляет менее 10% объемов рынка ГЦБ, но их выпуск имеет тенденцию к росту. Муниципальные займы в основной своей массе выпускаются на среднесрочный (1–5 лет) и долгосрочный период (от 5 лет и выше).

Тема 12. РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Этапы развития современного рынка ценных бумаг в России.
2. Период «финансовых пирамид» в развитии рынка ценных бумаг.
3. Современное состояние рынка ценных бумаг.

1. ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

В отличие от ГЦБ, которые в какой-то малой степени использовались и в советский период, рынок негосударственных или корпоративных ЦБ возродился с началом массовой приватизации государственной собственности в 1992 г.

В истории российского РЦБ выделяют три этапа (РЭА им. Г. В. Плеханова): 1) 1990–1992 гг.— создание предпосылок для развития фондового рынка; 2) 1993–1994 гг.— фондовый рынок приватизацион-

ных чеков и финансовых компаний; 3) с 1994 г. до настоящего времени — зарождение общепринятого рынка корпоративных ЦБ.

На первом этапе началось формирование законодательной базы РЦБ. Второй этап — это эпопея рынка приватизационных чеков, которые население обменивало на акции приватизируемых предприятий, вкладывало в чековые инвестиционные фонды или продавало на внебиржевом рынке. Приватизационный чек (ваучер) являлся особым видом производной ЦБ.

Надо заметить, что согласно Закону РСФСР «Об именных приватизационных счетах и вкладах в РСФСР» от 3 июля 1991 г. предусматривалось не введение приватизационных чеков, а открытие приватизационных счетов (книжек) в Сбербанке для каждого гражданина РСФСР для приобретения паев (акций) приватизируемых предприятий. Однако в итоге острой политической борьбы появился указ Президента РФ от 14 августа 1992 г. о введении системы ваучеров, и приватизация пошла другим путем. Самое существенное отличие президентского указа от ранее принятого закона заключалось в том, что приватизационные чеки (ваучеры) были не именные, а на предъявителя. Его номинал был определен в 10 000 руб. Поскольку заранее не было известно, сколько и каких акций можно за него получить, чек фактически мог иметь несколько проявлений своей стоимости. Если работник приватизируемого предприятия в обмен на свой чек становился совладельцем имущества на сумму 10 тыс. руб. по балансовой стоимости на 01.07.92 г. (или выше при льготных условиях), то для участника чековых аукционов его сумма могла колебаться в десятки тысяч раз, т. е. чек превращался в своеобразный лотерейный билет, поскольку лишь в 5% случаев «цена» ваучера поднималась выше номинала.

Важной особенностью второго этапа было появление на фондовом рынке многочисленных финансовых компаний, привлекавших средства мелких инвесторов различного рода псевдо-ценными бумагами (типа акций «МММ» и др.). Обманутые ожидания широких слоев населения на РЦБ надолго подорвали веру частного инвестора в этот рынок. В этот период на РЦБ в качестве финансовых посредников действовали:

1. Чековые инвестиционные фонды (ЧИФы).
2. Коммерческие банки.
3. Инвестиционные компании.
4. Инвестиционные фонды.
5. Пенсионные фонды и страховые компании.
6. Финансовые компании.

Наиболее распространенной формой вложений было хранение денег на срочных вкладах в коммерческих банках, прежде всего в Сбербанке (22%) и в твердой валюте (более 60%), 15% — в наличных рублях, в ЦБ и других финансовых активах — только 3%. С введением валютного коридора последний способ потерял свою привлекательность, а крах ряда банков подорвал доверие к банковским структурам. Таким образом сформировался резерв потенциально свободных инвестиционных ресурсов.

Со второй половины 1995 г. начал складываться новый фондовый рынок акций АО. Третий этап РЦБ характеризуют: дальнейшее развитие законодательной базы рынка; прекращение и преобразование деятельности ЧИФов; увеличение числа участников фондового рынка; образование крупного вексельного рынка; создание инфраструктуры фондового рынка; создание рынка первых фьючерсных контрактов (валютных). На этом этапе рынок корпоративных ЦБ практически полностью превратился во внебиржевой рынок.

2. ПЕРИОД «ФИНАНСОВЫХ ПИРАМИД» В РАЗВИТИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В ходе государственной компании по чековой приватизации в массовом сознании была посеяна иллюзия того, что любой частный инвестор способен и должен сам принять решение о вложении своих средств. Все СМИ убеждали население, что ваучер может быть серьезной инвестицией, способной приносить немалые дивиденды. Однако деятельность чековых инвестиционных фондов по целому ряду причин закончилась крахом. Приватизация лишь легализовала собственность крупных акционеров. В России у людей не было необходимых знаний и опыта работы на РЦБ, кроме того, отсутствие альтернативных вариантов защиты сбережений от инфляции способствовало невероятному взлету финансовых компаний в строительстве «финансовых пирамид».

В отличие от остальных структур, деятельность организаций, объединенных термином «финансовые компании», не была объектом правового регулирования. По юридическому статусу это были АО открытого или закрытого типа либо товарищества с ограниченной ответственностью, действующие на основании общего законодательства, регулирующего их деятельность в соответствии с их организационно-правовой формой. Принципиальные отличия финансовых компаний от прочих видов финансовых организаций заключаются в следующем:

1) отсутствие специальных ограничений по видам используемых инструментов привлечения инвестиций и регламентации порядка их применения; 2) отсутствие регламентации способов и направлений инвестирования привлеченных средств; 3) отсутствие системы контроля за деятельностью компаний со стороны инвесторов и государственных органов.

Правомочность привлечения средств населения рядом финансовых компаний оспаривается в судебном порядке, большинство из них применяло схемы привлечения средств, умело используя несовершенство законодательства. Инвестирование через финансовые компании отличается исключительно большим риском, так как они имеют неограниченные возможности по бесконтрольному использованию привлеченных средств. Успех деятельности финансовых компаний в 1993–1994 годах определялся прежде всего неготовностью массы мелких инвесторов правильно оценить риски и принять осознанное инвестиционное решение.

Благоприятная обстановка для массового возникновения и роста финансовых компаний сложилась к началу 1993 г. Инвестиционная активность населения была очень высока, что было связано, во-первых, с необходимостью защиты сбережений от инфляции, во-вторых, после завершения чековой приватизации деловая активность переместилась в сферу аккумулирования денежных средств. В этих условиях стало стремительно увеличиваться количество финансовых компаний, привлекавших средства граждан путем объявления чрезвычайно высокой доходности вложений. Все эти компании в той или иной мере использовали в своей деятельности принцип «пирамиды», т. е. выплачивали доход предыдущим инвесторам за счет основной суммы капитала последующих. Общее число финансовых компаний, действовавших в России в период 1993–1994 годов, составляло около 20 тысяч.

Массовое прекращение выполнения договоров и самокотировки акций финансовыми компаниями началось в августе 1994 года с прекращением деятельности АО «МММ», затем — с октября, что частично было связано с резким падением курса рубля, но главным образом было следствием роста недоверия вкладчиков к финансовым компаниям в связи с их крахом и исчезновениями. В этих условиях в начале 1995 г. «финансовая пирамида», построенная сотнями финансовых компаний, рухнула, так как в стране были исчерпаны возможности притока финансовых ресурсов за счет привлечения новых участников.

От деятельности финансовых компаний в России пострадало около 80 миллионов человек. Эта цифра, скорее всего, отражает общее коли-

чество невозвращенных вкладов, поскольку инвесторы могли иметь несколько вкладов одновременно. Величина реального ущерба, причиненного вкладчикам, может быть оценена в 50–70 триллионов рублей. За пределами приведенного здесь расчета остались суммы, привлеченные финансовыми компаниями в форме АООТ, распространявших собственные акции с применением принципа самокоти́рования, обеспечивавшего искусственный рост цены акций. После прекращения самокоти́рования цена акций обычно стремительно падала (см. табл. 5). Держатели акций подобных компаний не имели формального повода апеллировать к правоохранительным органам. Величина ущерба, причиненного этой группой финансовых компаний, вообще не поддается оценке, но скорее всего соизмерима с приведенными выше суммами ущерба.

Известно, что все развитые страны проходили через этап первоначального накопления, концентрации капиталов мелких инвесторов, часто сопровождавшийся массовым обманом и махинациями. Однако в России этому процессу способствовало наличие у массового инвестора так называемого «постсоциалистического сознания», выражающегося в традиционной восприимчивости к пропагандистскому воздействию, отсутствии склонности к анализу инвестиционной ситуации и опыта оценки рисков, неготовности брать на себя ответственность за результаты собственных решений.



Таблица 5

**Динамика стоимости самокотируемых акций
некоторых финансовых компаний**

Эмитент	Курс на 28.11.94., руб.		Курс на 15.12.94., руб.		Биржевой курс
	покупка	продажа	покупка	продажа	
«Автостандарт»	25 570	26 695	26 170	27 295	—
«Хопер-классик»	684	745	785	863	н/н
«Хопер-негоциант»	4 970	5 042	5 300	5 373	5 323
«Хопер-гарант»	3 380	3 470	3 500	3 560	3 608
АО «МММ»	3 000	2 720	525	580	300
«Норд-пилигрим»	2 300	2 800	2 500	3 000	1 745

Несовершенство законодательства способствовало беспрепятственному развитию финансовых компаний, хотя многообразие рыночных форм привлечения капитала всегда позволяет обойти и законодательные запреты. Таким образом, основной гарантией против злоупотреблений в инвестиционной сфере может стать лишь высокий уровень подготовки массового инвестора, его экономическая культура.

Можно выделить три вида инструментов, используемых финансовыми компаниями:

1. Инструменты, предусматривающие обязанность компании возратить вложенные средства и оговоренный доход: договор займа, договор пользования, договор ответственного хранения, вексель, облигация, депозит, сберегательный вклад.

2. Инструменты, не предусматривающие обязанности компании возратить ни вложенные средства, ни ожидаемый инвестором доход: простые акции АООТ, билеты «МММ».

3. Инструменты переходного типа, дающие инвестору возможность частичного требования возврата средств: привилегированные акции, акции с опционом на продажу.

Сначала финансовые компании активно использовали инструменты первого вида из-за их простоты и отсутствия требований по регистрации. Однако по мере накопления опыта они постепенно перешли к использованию инструментов третьего вида, обеспечивающих отсутствие юридической ответственности перед вкладчиками. В этих целях, например, руководство компаний «Русский дом селенга» и «Русская недвижимость» инициировали свое преобразование в паевые инвестиционные фонды. В результате преобразования вкладчики фактически теряют пра-

во требовать выполнения компаниями договорных обязательств в полном объеме, а финансовые компании оставляют за собой контроль над своими активами, управляя имуществом паевых инвестиционных фондов.

Классификация финансовых компаний по целям создания:

1. Тип «чистой финансовой пирамиды» — компании, созданные исключительно для сбора денег и не осуществлявшие никакой иной легальной деятельности: концерн «Светлана», ИЧП «Властелина», АОЗТ «Мега-Альянс», АОЗТ «Компания НБ-Траст», АОЗТ «АРТ-Финанс», «Тибет».

2. Финансовые компании, функционировавшие в структуре многопрофильного холдинга, использовали привлеченные средства для легального либо полулегального финансирования родственных компаний и создания сети дочерних структур. Наличие сети родственных структур позволяет производить оперативную безвозвратную переброску активов: «Русский дом селенга», «Русская недвижимость», «Хопер», «Гермес», «Орион-инвест», «Чара».

3. Компании, использующие принцип «финансовой пирамиды» с целью привлечения средств под конкретные инвестиционные проекты. Здесь ответственность за последствия своих неудач перекладывается на плечи вкладчиков: «Крейт», «Ньютон» (Санкт-Петербург), «Форт», «Стайлинг» (Новосибирск).

Практически все финансовые компании в той или иной степени прошли через стадию «финансовой пирамиды», представляющей удобную форму накопления первоначального капитала в условиях несовершенного законодательства. Некоторые из них, вкладывая средства вкладчиков в дочерние компании в различных отраслях народного хозяйства, участвуя в учреждении банков, развились в сильные финансово-торговые структуры. Создание таких структур позволяло размещать активы финансовых компаний в организациях, юридическая связь с которыми не была очевидной. Так, например, учредители АОЗТ «Русский дом селенга» создали АОЗТ «Союз-С» со своей системой предприятий, взаимодействующей с «РДС» посредством договоров о совместной деятельности.

Препятствием для дальнейшего функционирования финансовых компаний стало массовое недоверие к ним вкладчиков, осознавших, что из-за законодательных пробелов их ожидания дивидендов ничем не гарантированы, поскольку активы компаний им не принадлежат и в конфликтных ситуациях финансовая компания, объявив себя банкротом,

вполне может скрыть свои реальные активы. Появилась насущная необходимость преобразования финансовых компаний в иные структуры.

На разрешение этой проблемы был направлен указ Президента РФ от 26 июля 1995 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации». В его развитие Федеральная комиссия по ЦБ при правительстве РФ выпустила более 20 постановлений, опубликовала целый пакет документов, которые полностью регламентировали все вопросы создания, лицензирования и деятельности паевых инвестиционных фондов (ПИФов) — новых для России институтов коллективного инвестирования, в которые должны были преобразоваться финансовые компании и чековые инвестиционные фонды.

В мировой системе классификации российские ПИФы относятся к контрактным фондам открытого типа, получившим наибольшее распространение в Германии и во Франции. В этих фондах, представляющих собой некий имущественный комплекс из средств частных инвесторов, доверительное управление осуществляет менеджер — управляющая компания; инвесторы являются не акционерами, а участниками, которые имеют право на получение дохода от прироста капитала, но не имеют права голоса и права на получение дивидендов; если инвестора не устраивает, как ведется управление фондом, он может продать свои паи и выйти из него. Согласно законодательству, ПИФы могут инвестировать в три группы активов: ЦБ, денежные средства и недвижимость. В таблице 6 приводится сопоставление инвестиционных институтов по различным критериям. Приведенные оценки показывают, что гипотетически по большинству критериев предпочтительными должны являться вложения в ПИФ.

К началу 1998 г. было создано 18 ПИФов с капиталом более 200 млрд. руб. Ряд из них имеет свою специализацию: «Паллада», «Пионер-1», «Илья Муромец», «Долгосрочные взаимные инвестиции» — фонды государственных бумаг; «Петр Столыпин», «Добрыня Никитич», «Кредит Свисс Москва АО» — фонды корпоративных бумаг. Стоит отметить, что управляющих компаний значительно меньше и некоторые из них («Паллада Эссет Менеджмент», «Кредит Свисс Москва АО», «Тройка-Диалог») управляют несколькими ПИФаами.

Таблица 6

**Сравнительная оценка различных форм
инвестиционных сбережений**

Критерий сравнения	Паевой фонд	Коммерческий банк	Финансовая компания	Страховая компания	Негосуд. пенсионный фонд
Доходность	+	+-	++	+-	+-
Надежность	+	+	—	+-	—
Ликвидность	++	+	—	—	—
Информационная открытость	+	+-	—	+-	+-
Государственное регулирование	++	++	—	+	—
Ограничения по мин. вкладу	—	+-	—	+-	+-
Резервные требования	нет	есть	нет	нет	нет

Условная шкала оценки: «++» — очень высоко; «+» — высоко; «+» — средне; «-» — низко; «—» — очень низко.

3. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В России сложилась смешанная модель высококонкурентного фондового рынка, на котором с ЦБ работают с равными правами и коммерческие банки, и небанковские инвестиционные институты.

Развитие фондового рынка привело к перераспределению и концентрации собственности. Сделки на фондовом рынке крупных инвесторов и посредников имеют две основные цели: во-первых, это борьба за собственность — покупка контрольного пакета акций предприятий, которые либо представляют стратегические интересы для соответствующих зарубежных или отечественных компаний, либо являются высокодоходными; во-вторых, это получение спекулятивной прибыли от операций на фондовом рынке за счет колебаний цен в зависимости от политических и экономических факторов, знания информации, недоступной для других участников рынка, и т. п. Преобладание стратегических инвесторов, чья цель — захват контроля, ведет, как выражаются специалисты, к «сворачиванию» рынка.

Российский рынок корпоративных акций имеет деформированную структуру: он состоит из активного рынка наиболее ликвидных акций 15–20 компаний трех отраслей — нефтегазодобычи, электроэнергетики и коммуникаций, на которые приходится 96% капитализации рынка, и рынка всех остальных акций приватизированных предприятий (около 40 тыс. АО), которые практически отсутствуют в свободном обращении. Капитализация рынка не превышает 10–20% от общей капитализации крупнейших приватизированных предприятий (которая составляет 20–30 млрд. долл. США), т. е. на рынке торгуют 2–3% акций. Многие предприятия предпочитают по сложившейся практике привлекать для развития заемные средства.

Рынок российских акций в большой степени функционирует за счет притока иностранного капитала в размере 1,5–2 млрд. долл. в год, 80–90% сделок в РТС заключается с иностранными участниками. Поэтому всякий отток этого капитала по причинам, например, политического характера, ввергает рынок акций в глубокий спад. В то же время внутренние финансовые ресурсы страны сосредоточены главным образом либо в виде наличных сбережений у населения, которое уже не рискует вкладывать их в акции любого вида, либо в виде вложений на рынке ГЦБ, который давал гораздо более высокую доходность, чем рынок корпоративных акций.

Рыночная структура в целом развита недостаточно, хотя в регионах возникло несколько фондовых центров, ощущается нехватка инвестиционных и коммерческих банков, агентов по размещению. Членами РТС являются лишь брокеры и дилеры, работающие с ЦБ в центральных городах России. Эффективность рынка еще очень низка, ежедневно в РТС заключается не более 3–4 сделок по акциям разных компаний. В то же время некоторые компании уже вышли со своими акциями на зарубежный рынок через Американские депозитарные свидетельства (АДС).

Государственные внутренние выигрышные займы потеряли свое значение: последний заем 1992 г. под 15% годовых был обесценен инфляцией, и до конца 1995 г. займов не размещали. В целях покрытия дефицита государственного бюджета активно стали привлекаться средства предприятий и организаций неинфляционными методами, наиболее удачными из которых оказались в конечном счете выпуски ГКО, ОФЗ и частично казначейских обязательств. Торговля ГЦБ осуществляется на специальных торговых площадках — межбанковских валютных биржах, число которых довольно ограничено (Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток).

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Введение</i>	3
-----------------------	---

Раздел I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 1. Понятие о рынке ценных бумаг	5
1. История появления ценных бумаг	5
2. Понятие рынка ценных бумаг в экономической теории	8
3. Рынок ценных бумаг в системе рыночной экономики	9
4. Структура инвестиционного процесса	12
5. Функции рынка ценных бумаг	16
6. Структура рынка ценных бумаг	17
7. Участники рынка ценных бумаг	18
Тема 2. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг	25
1. Брокерская деятельность	25
2. Дилерская деятельность	27
3. Деятельность по управлению ценными бумагами	27
4. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг	28
5. Депозитарная деятельность	30
6. Клиринговая деятельность	31
7. Деятельность по организации торговли ценными бумагами	33

Раздел II. ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 3. Торговая инфраструктура (фондовые биржи и внебиржевые рынки ценных бумаг)	34
1. Особенности и функции фондовой биржи	34
2. Члены фондовой биржи	38
3. Организация фондовой биржи	39
4. Вторичный рынок ценных бумаг	41
Тема 4. Регулятивно-информационная инфраструктура рынка ценных бумаг... 45	
1. Понятие регулятивной инфраструктуры	45
2. Сущность регулирования рынка ценных бумаг	48
3. Законодательная инфраструктура рынка ценных бумаг	50
4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг	51
5. Налогообложение операций с ценными бумагами	52
6. Структура органов государственного регулирования рынка ценных бумаг	54
7. Саморегулируемые организации рынка ценных бумаг	56
8. Информационная инфраструктура рынка ценных бумаг	58

Раздел III. ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 5. Сущность и структура рынка ценных бумаг	65
1. Экономическая сущность ценных бумаг. Фиктивный капитал.....	65
2. Свойства ценных бумаг	67
3. Классификация ценных бумаг.....	68
4. Основные виды ценных бумаг	72
Тема 6. Акции	74
1. Общая характеристика.....	74
2. Виды акций	77
3. Дивиденд.....	80
4. Стоимостная оценка акций	82
5. Доходность акций.....	84
Тема 7. Облигации.....	85
1. Общая характеристика.....	86
2. Виды облигаций	88
3. Стоимостная оценка облигаций	92
4. Инвестиционная привлекательность облигаций.....	93
5. Доходность облигаций.....	95
Тема 8. Векселя, чеки и коносаменты.....	97
1. Общая характеристика.....	97
2. Виды векселей	99
3. Вексель как форма кредитования.....	99
4. Чеки и коносаменты.....	102
Тема 9. Депозитные и сберегательные сертификаты коммерческих банков.....	104
1. Общая характеристика.....	104
2. Реквизиты сертификатов	105
3. Обращение сертификатов.....	106
4. Доходность сертификатов	107
Тема 10. Производные ценные бумаги	108
1. Понятие и типы производных ценных бумаг.....	108
2. Фьючерсные контракты	109
3. Свободнообращающийся, или биржевой, опцион.....	112
4. Виды фьючерсных контрактов.....	114
5. Ценообразование на фьючерсные контракты	117
6. Ценообразование на биржевые опционы	119

Раздел IV. ЭВОЛЮЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тема 11. Исторические этапы развития российского рынка ценных бумаг	120
1. Зарождение рынка ценных бумаг	120
2. Становление рынка ценных бумаг	124
3. Налогообложение и государственные гарантии	129
4. Развитие фондовой биржи	130
5. Советский период в истории ценных бумаг	136
Тема 12. Государственные ценные бумаги на современном рынке	139
1. Особенности и функции государственных ценных бумаг	139
2. Виды государственных ценных бумаг	141
3. Развитие рынка государственных ценных бумаг	142
4. Специфические государственные ценные бумаги на российском фондовом рынке	146
5. Муниципальные ценные бумаги	147
Тема 13. Российский рынок ценных бумаг	147
1. Этапы развития современного рынка ценных бумаг в России	147
2. Период «финансовых пирамид» в развитии рынка ценных бумаг	149
3. Современное состояние рынка ценных бумаг	155

Силкина Н. В., Силкин С. В., Пачикова Л. П.

Современный российский рынок ценных бумаг

Курс лекций

Редактор *Е. В. Мишурова*

Подписано в печать 5.05.1999.

Формат 60x84 1/16. Усл. печ. л. 10. Уч.-изд. л. 8.1.

Тираж 500 экз. Заказ № 42.

Лицензия на издательскую деятельность № 070028 от 30.12.1996 г.

Типография НИЦ "Сибирский хронограф".
630060, Новосибирск, ул. Зеленая Горка, 1.